

PROBLEMEN BIJ DE JURIDISCHE VORMGEVING VAN VASTGOEDBELEGGINGSFONDSEN EN VASTGOEDCERTIFICATEN

Een beschrijvend overzicht m.b.t. België, Duitsland, Frankrijk, Nederland en Zwitserland

KATH. UNIVERSITEIT LEUVEN
Nederlandse afdeling
FAC. RECHTSGELEERDHEID
BIBLIOTHEEK

X 729

Studie, aangeboden als proefschrift tot het bekomen van de wetenschappelijke
graad van doctor in de rechtsgeleerdheid, door

Henri SWENNEN,

doctor in de rechten, aspirant N.F.W.O.,

aan de Katholieke Universiteit te Leuven,

Faculteit Rechtsgeleerdheid.

Bij de opzoekingen voor deze studie mocht ik van velen zowel wijze als deskundige raad ontvangen. Daarom past het te danken Professor Jan Ronse en de heren Frans van Istendael, Paul Crab, Francis Herbert en Guido Vidts van de Afdeling Economisch Recht aan deze universiteit. Eveneens weze dank gezegd aan Mr. H. Honée van het Van der Heijden-Instituut voor Rechtspersonenrecht te Nijmegen voor zijn behulpzaamheid bij een kort studieverblijf aldaar.

Voor het verzamelen van statuten en contracten van vastgoedfondsen en verdere praktische informatie kon telkens op de bereidwilligheid van de vertegenwoordigers dezer instellingen een beroep worden gedaan. In het bijzonder mag hier vermeld worden de heer P. van Poucke, directeur van de N.V. Immolease.

Dat voorliggende studie in deze vorm kan aangeboden worden is in de eerste plaats te danken aan Claudine van Volsem, secretaresse, en verder zijn J. Stuyck en F. Vanavermaete, eveneens medewerkers aan de Afdeling Economisch Recht, zo bereid geweest de teksten te corrigeren.

Tenslotte kon dit onderzoek slechts ondernomen worden dank zij het Nationaal Fonds voor Wetenschappelijk Onderzoek, dat het financierde, en de Katholieke Universiteit te Leuven, meer in het bijzonder de Rechtsfaculteit, op welker wetenschappelijke uitrusting een beroep mocht worden gedaan.

Zelfs als ik erin gelukt mocht zijn hiermee een 'proef van bekwaamheid in het beoefenen der rechtswetenschap' te leveren dan nog kan de rijkdom van de opleiding die ik mocht genieten niet voldoende aan dit proefschrift afgemeten worden.

Voor deze opleiding, voor de wijze inzichten in verband met het recht en de maatschappelijk relevante beoefening ervan, voor zijn bereidheid om mij geduldig te begeleiden op de weg tot deze inzichten, dank ik Professor Walter van Gerven.

Een tijdlang is ook op deze weg meegegaan Gilbert van Laethem. Overtuigd van de irrelevantie van een puur de wet (...) commentariërende rechtswetenschap en zich tegelijk, door de doctoraatsverplichting, gedwongen wetend tot prestaties die voor een beginnend jurist bijna zeker deze irrelevantie verder zouden illustreren, nam hij echter de zijns inziens passende conclusie en verliet de faculteit. Zijn beslissing is voor mij steeds een tot waakzaamheid aansporende waarschuwing gebleven, waarvoor ik dankbaar ben.

Dat ik toch geprobeerd heb op de aldus afgebakende weg verder te gaan is te danken aan het voorbeeld van Professor Van Gerven en aan de weliswaar schaarse maar bemoedigende contacten die ik mocht hebben met wie voor mijn promotor zelf een 'inspirerend man' was, Professor Zeger van Hee.

1. In 1968, bij de aanvang van deze studie, waren gemeenschappelijke beleggingsfondsen in onroerend goed nog vrijwel onbekend bij het brede beleggerspubliek in België. In de landen waar de jaren 1960-1964 het ontstaan of een snelle expansie van vastgoedfondsen hadden meegebracht, met name in Duitsland, Nederland en Zwitserland, herstelden deze beleggingsinstellingen zich van de moeilijkheden die ze sinds 1964 hadden ondervonden, toen de gewijzigde conjunctuur andere beleggingsvormen beloftevoller maakte en de traditioneel beheerde, matig renderende, vastgoedbelegging van haar aantrekkingskracht verloor. Vooral probeerden de beleggingsfondsdirecties de interesse van de spaarders te herwinnen door nieuwe vastgoedprojecten voor te stellen als onroerende leasing, woningbouw die van overheidswege met fiscale voordelen werd aangemoedigd en - meer speculatief - het exploiteren van oudere gebouwen in de centra van grote steden.

In België zelf had in 1965 een eerste emissie van zgn. vastgoedcertificaten plaats, een beroep op het sparend publiek om bedrijfspandleasing aan een grootwarenhuis te herfinancieren. Werd daarbij geen vastgoedfonds opgezet, dan ging het toch om een collectieve onroerend goed belegging die beheerd werd door een deskundige, en waaraan "kleine spaarders", die in ruil voor hun inleg een verhandelbaar toonder-certificaat kregen, konden deelnemen. Pas in het najaar van 1968 zouden nog andere emissies volgen.

2. De weinige aandacht die de juridische vakliteratuur voor het vastgoedbeleggingsfonds opbracht ging geheel uit naar de mogelijke juridische organisatievormen zelf van de gemeenschappelijke onroerend goed belegging. Wat de vastgoedfondsbeheerders beoogden was immers, anders dan in het Anglo-Amerikaanse trustrecht, niet getrouw vertaalbaar in vaste, continentale, rechtsregels. Vele spaarders, meerdere duizenden, zouden geld samenleggen en met dit geld

zou de beheerder, het principe van de risicobeperking eerbiedigend, een vastgoedbeleggingsvermogen samenstellen en beheren. Daarbij diende deze beheerder, aan wie het beleggingsbeleid exclusief wordt opgedragen, over voldoende macht ten aanzien van het hem toevertrouwde vermogen te beschikken om bijtijds tot aankopen en verkopen te kunnen overgaan. De spaarders zouden dan de opbrengst van dit vermogen ontvangen en ten bewijze van hun recht een "aandeel" krijgen dat zo mogelijk vrij en kostenloos zou kunnen verhandeld worden en dat eventueel zelfs terug inleverbaar zou zijn bij de beheerder, zulks tegen ontvangst van de inmiddels aangegroeide geldinleg (royement). Op die wijze konden de spaarders aan een goed gespreide onroerend goed belegging deelnemen, meegenieten van de waardevastheid ervan, zonder dat de hoge aanschaffingsprijs van onroerend goed, de beheerslast, het gemis aan liquiditeit en de belangrijke verhandelingskosten van dit soort belegging een hinderpaal zouden vormen.

3. 1. Wil men de relatie beheerder-beleggers contractueel vastleggen dan stuit men op grote moeilijkheden i.v.m. de eigendomsverhouding. Immers, de bevoegdheden die de beheerder, omwille van zijn beheer nodig heeft, vereisen dat hij juridisch als eigenaar van de onroerende goederen optreedt. De vele beleggers inschrijven als eigenaar in het onroerend goed register en aan de beheerder volmachten geven, zou, bij " aandelen " op naam, omwille van het getal dezer eigenaars en omwille van de registratiekosten bij overdracht en, wanneer " aandelen " aan toonder het recht van de beleggers vertegenwoordigen, omwille van de anonimiteit der " eigenaars " onmogelijk zijn. Maar wanneer de beheerder formeel als eigenaar optreedt dan betekent dit meteen dat de contractuele " beheers "-regelen, bijv. bevoegdheidsbeperingen, die de verhouding tussen beheerder en beleggers betreffen, niet overeenkomen met de " naar buiten " opgenomen eigenaarspositie. Dit zou voor gevolg hebben dat door de beheerder met overschrijding van zijn beheersbevoegdheid verrichte handelingen m.b.t. de onroerende goederen, tegenover derden meestal niet kunnen nietig verklaard worden omdat de beheerder, tegenover deze derden, als onbepikt

bevoegde eigenaar optrad. Eveneens zou dit voor gevolg hebben dat het vastgoedbeleggingsvermogen, met het geld van de beleggers samengesteld en voor hun rekening beheerd, niet voor deze beleggers zou voorbehouden blijven wanneer de beheerder-eigenaar bijv. ten gevolge van andere activiteiten in faillissement zou geraken. Ook andere schuldeisers, die niet omwille van de belegging met de beheerder hadden gecontracteerd, zouden op het vermogen "van" de beleggers hun schuldvordering kunnen verhalen.

In de contractuele vormgeving van de beleggingsrelatie krijgt de beheerder, die omwille van zijn beheer de zeggenschap als van een eigenaar dient te hebben, de juridische eigendom van het beleggingsvermogen. De spaarders, die het economische eigenaars-belang bij het vermogen hebben, krijgen - bij gebreke aan juridische splitsing van het eigendomsrecht - een bundel vorderingsrechten tegenover de beheerder, vorderingen tot afgifte van de opbrengst van het vermogen, vorderingen wegens het beheer, eventueel ook schadeloosstellingen. Maar anders dan wanneer ze eigenaar zouden zijn, zijn hun rechten meestal niet tegenstelbaar aan derden.

Deze trust-figuur, certificering genoemd naar de bewijzen van eigenaarsbelang, "certificaten", die door de juridische eigenaar worden afgegeven, was geen onbekende.

3. 2. Certificering van aandelen, waarbij de eigenaars-zeggenschap, i.c. het stemrecht bij één persoon berustte maar het economisch belang bij een ander, die het geld aanbracht, de opbrengst zou krijgen en een certificaat ontving ter vertegenwoordiging van zijn "recht" tegenover de juridische eigenaar, waren reeds lang verspreid. Certificering waarbij door een vertrouwensfiguur toondercertificaten werden uitgegeven ter vertegenwoordiging van aandelen op naam of waarbij certificaten over meerdere aandelen of certificaten van aandelenfracties werden gecreëerd, waren ook bekend. Tenslotte waren er de

reeds lang bestaande beleggingsfondsen in waardepapieren, waar dezelfde verhouding voorlag.

3. 3. De consequentie van de onmogelijkheid om eigenaars-zeggen-schap en eigenaarsbelang ook juridisch correct te vertalen, met name het bestaan van slechts één eigendomsrecht en het toekennen daarvan aan wie het in het rechtsleven meest nodig had, nl. die de zeggen-schap diende te hebben, bekommerde de praktijkjuristen. Hoe immers aan een belegger uitleggen dat hij "eigenaar" werd, dat hij als een eigenaar opbrengst zou ontvangen, maar dat hij, als puntje bij paaltje kwam, toch geen eigenaar was, in de juridische, maar op genoemd ogenblik enig relevante, betekenis. Daarom werd de juridische relatie nogal hypokriet voorgesteld alsof de certificaathouder eigenaar zou zijn, alsof "zijn aandelen" in bewaring en omwille van het beheer bij een bewaarnemer-volmachthouder bleven. Kon deze voorstelling van zaken het nog enigszins doen in sommige certificeringsgevallen, bijv. bij certificering van toonderaandelen, waar geen formeel andersluidende wettekst voorhanden was, bij certificering van "register-goederen" als aandelen op naam en onroerend goed ging ze niet op. Gerechtigd tot aandelen op naam of tot onroerend goed is immers slechts diegene die in het register als gerechtigde ingeschreven staat. Bij nadere studie mocht overigens blijken dat de "certificaathouder is eigenaar"-theorie in haar geheel onjuist was. In Nederland, waar deze discussie het felst was, kwam het evenwel niet op certificering betrokken Texeira-arrest van de Hoge Raad laatstgenoemde opvatting kracht bijzetten.

Niettemin werd soms, om bestwil, de voorstellingswijze van de praktijkjuristen wettelijk bevestigd. Aldus werd in de Belgische en - ten dele ook - in de Duitse wet (beide van 1957) op de waardepapier-beleggingsfondsen bepaald dat de beleggers mede-eigenaars waren van het uit aandelen en obligaties bestaande vermogen. Hierop voortgaande werd in Duitsland een vastgoedfonds als mede-eigendom van de beleggers georganiseerd. Deze mede-eigendom had geen betrekking op onroerend goed zelf maar wel op "alle" aandelen van een of meerdere "voorgeschakelde"

vastgoedvennootschappen, die als juridische eigenaar van de beleggingsgoederen en enkel als dusdanig, optraden. Om fiscale redenen werd het aandelenkapitaal laag gehouden en werden door het fonds verder grote en hoge rentedragende leningen aan dezelfde vennootschappen toegekend. Deze mede-eigendomsformules hadden als enige reden van bestaan het beleggingsvermogen veilig te stellen in geval van faillissement van de beheerder. Om deze goede reden werd echter een loopje genomen met de juiste aanduiding van de beheerspositie.

3. 4. Een betere oplossing vindt men in de Zwitserse wet van 1966 op de beleggingsfondsen (waarin ook de vastgoedfondsen geregeld werden): duidelijk wordt gesteld dat de beheerder een opdracht kreeg ("Auftrag") van de beleggers om het geld van deze laatste te beleggen en dat deze opdracht mede inhoudt dat de beheerder juridisch eigenaar wordt van het aldus samengestelde vermogen. In geval van faillissement echter zal dit vermogen apart worden gehouden: enkel de m.b.t. de belegging aangegane schulden zullen erop kunnen verhaald worden, andere niet. De Duitse wet van 1957 voorzag, naast de mede-eigendomsformule, ook de mogelijkheid om de beleggingsfondsen volgens deze zopas beschreven "trust"-constructie te organiseren. Toen in 1969 ook de vastgoedfondsen geregeld werden, hield men in Duitsland t.a.v. deze beleggingsinstellingen enkel de "trust"-constructie aan.

Vermelden we tenslotte dat deze formule om het in eigendom van een financiële instelling staande vermogen bij faillissement af te zonderen als een "aparte boedel" ook in België ingang vindt. Artikel 18 en artikel 47, § 3, al. 2 van het Ontwerp van Wet betreffende de controle op de verzekeringsinstellingen voorzien dat één enkele verzekeringsmaatschappij per verzekeringsstak een afzonderlijk beheer moet houden en dat de per branche aangehouden reserves een bijzonder vermogen vormen dat, ook in geval van faillissement, voorbehouden blijft voor de nakoming der verbintenissen, die aldus per branche geadministreerd worden.

3. 5. In deze gedachtengang ging overigens ook een contractuele uitwerking van het "apart stellen" van het beleggingsvermogen, zoals aangewend in Nederland en bij sommige Belgische vastgoedcertificaten-emissies. De "beheerder-eigenaar"-figuur zelf werd gesplitst in enerzijds een aparte eigenaarsvennootschap, en anderzijds in een beheersvennootschap. Een aparte vennootschap werd eigenaar van het onroerende vermogen, emitteerde ook de certificaten, en droeg dan het beheer, krachtens volmacht, op aan de eigenlijke beheerder. De eigenaarsvennootschap zou geen andere taak - en ook geen ander statutair doel - hebben dan het "eigenaar zijn" van het onroerend goed zodanig dat enkel voor in het trustcontract geldig geoordeelde handelingen deze "bewaarder" zijn medewerking aan de beheerder zou verlenen. Als er iets zou mislopen met de beheerder dan zou dit niet raken aan het beleggingsvermogen terwijl, praktisch gesproken, de "bewaarder"-eigenaar niets zou kunnen overkomen dat vreemd was aan het beleggingsbeleid zelf. Beheerder, eigenaar en beleggers waren met elkaar contractueel verbonden.

4. 1. Veel van de moeilijkheden die bij een contractuele uitwerking van de beleggingsrelatie voorkomen zouden kunnen ontweken worden door een statutaire organisatie door het oprichten van het beleggingsfonds als vennootschap. Het beleggingsvermogen zou dan in eigendom toebehoren aan de vennootschap-rechtspersoon, waarvan de beleggers, als aandeelhouders, de dragers zouden zijn. De beleggingsbeheerder zou beheerder van de vennootschap worden en de bevoegdheidsbeperkingen van de beheerder zouden als doelbeperking van de vennootschap zelf of als statutaire bevoegdheidsbeperking van de beheerraad, tegenstelbaar zijn aan derden (onder voorbehoud van de diverse wetgevingen en van de eerste E.E.G.-richtlijn).

4. 2. Normalerweise zou men de N.V.-vorm hiervoor aanwenden. Voor open beleggingsfondsen, waarvan regelmatig aandelen worden uitgegeven en teruggenomen, zijn de regels terzake van aandelenemissie (kapitaalsverhoging) en het verbod op de inkoop van eigen aandelen

echter hinderlijk. Verder zou de medezeggenschap van de aandeelhouders en de afzetbaarheid 'ad nutum' van de beheerder het beleidsmonopolie van de beleggingsbeheerder doorbreken. Tenslotte was er het belangrijke fiscale probleem: de toch al geringe vastgoedbeleggingsopbrengst zou tweemaal, een eerste keer bij de N.V. - als kapitaalvennootschap -, een tweede keer bij de aandeelhouder, belast worden.

4. 3. Bij personenvennootschappen, die zelf doorgaans niet belast worden, zou het fiscale probleem een oplossing vinden en verder zou de zaakvoerdersbevoegdheid beter de economische rol die de beleggingsbeheerder zich aanmat, weergeven. Anderzijds is het aan personenvennootschappen verboden publiek aandelen te emitteren en het "aandelenbezit" zelf, het vennoot-zijn, is onderworpen aan beperkende overdrachtsregelen, zodat het creëren van openbaar te koop gesteld en vrij verhandelbaar beleggingspapier hier onmogelijk is. Omdat het fiscale stelsel de promotors van beleggingsfondsen van de N.V.-vorm wegdreef probeerde men dan maar de besloten personenvennootschap toch meer kapitaalvennootschap te maken. In Duitsland richtte men commanditaire vennootschappen op waarbij als enige commanditair een "trustee" optrad die certificaten over fracties van zijn commandite-aandeel emitteerden. In Frankrijk werd de burgerlijke vennootschap, zoals geregeld in de artikelen 1832 en volgende Code Civil, aangewend en een verhandelbaarheid der aandelen werd statutair geregeld. Niet altijd lukte het daarbij om echte "toonder"-aandelen te creëren: de fiscale doorzichtigheid van de personenvennootschap brengt mee dat de vennoten zelf belast worden en die vennoten moeten dan ook gekend zijn. Met tamelijk vlot verhandelbare naam-aandelen stelden deze beleggingsvennootschappen zich dan ook tevreden.

5. 1. Ondanks deze problemen kreeg de juridische vormgeving van vastgoedbeleggingsfondsen toch weinig aandacht van rechtstheoretische kant. In Duitsland waren er een paar proefschriften, w.o. de dissertatie van E. MARTINI, (1966), in Nederland wijdde de Broederschap van Notarissen in 1964 haar jaarvergadering aan de onroerend goed certificering, met pre-adviezen van VAN DER GRINTEN en TREURNIET, in Zwitserland waren er de oudere werken van BOVERI en SPOERRI en de specifiek op de eigendomsverhouding betrokken studie van K. AMONN. In dit laatste land bracht de wet van 1966 op de beleggingsfondsen wel de gelegenheid om een discussie betreffende een goede, in het eigen recht inpasbare, trustverhouding, op gang te brengen. In Frankrijk wees P. DELAISI in een opmerkelijk artikel in de Gazette du Palais (1968, II, 6) op het gevaar van de klandestiniteit der "société civile", (vennootschapsvorm van het Code Civil), het vennootschapstype dat ook voor gemeenschappelijke onroerend goed belegging werd gehanteerd. De juridische klandestiniteit zou o.m. al te gemakkelijk minder verantwoorde zaken kunnen verdoezelen.

5. 2. Wat voor waakzame juristen problemen stelde, met name het niet overeenkomen van de juridische vormgeving van vastgoedfondsen met de voorstelling die ervan - op economisch vlak - en vooral in de reclame werd voorgehouden, en dit laatste werd uiteraard door de beleggers geloofd, was echter voor vele beleggingsbeheerders geen probleem. Economisch heetten de beleggers eigenaars te zijn - zij kregen immers de opbrengst - en de "rest" was een zaak van vertrouwen. Vooral nu bleek dat er voor de hele beleggingsrelatie toch geen goede juridische constructie mogelijk was. Die was er natuurlijk wel: vastgoedfondsen hoefden maar de N.V.-vorm aan te nemen en dan de overheid te vragen om, gezien het belang voor het spaarwezen van dit beleggen, aan deze N.V.-beleggingsinstellingen vrijstelling van vennootschapsbelasting te verlenen. Rechtuit werd dit nog verklaard door de Nijmeegse hoogleraar NOUWEN op de Nederlandse notarissen-vergadering. Toen "klonk dat amusant" maar vijf

jaar later zou het, ook zonder verzoek van de vastgoedfondsen, werkelijkheid worden.

"De rest was een zaak van vertrouwen", dat zou het 'leitmotiv' van beleggingsfondsbeheerders worden. De hele beleggingsrelatie zelf was overigens een zaak van vertrouwen, vertrouwen in de deskundigheid van de beheerder, vertrouwen in diens solidariteit.

6. Précies dit vertrouwen zou later ernstig geschokt worden toen, in het najaar van 1969 en in 1970, beleggingsfondsen (onder meer maar niet alleen vastgoedfondsen) een twijfelachtige maar grote belangstelling zouden genieten.

6. 1. Bij het grote beleggerspubliek hadden zich sinds 1964, vooral in Duitsland en Nederland (in België en Frankrijk gewerd maar klandestien wervend - in Zwitserland omzichtig optredend), een nieuw soort beleggingsfonds aangediend, gekenmerkt door agressieve verkoopmethode en op "hausse-stemming" ("Dauer-Optimismus") gesteund beleid. Zij boden de gewone beleggers aan ten volle deel te krijgen aan de hoge winsten die in deze gouden tijd haalbaar waren, een tijd waarin speculatie geen speculatie meer was maar doorzicht in de zekerheid van de onomkeerbare hausse en waarin het alleen nog zaak was bijtijds deze waarden uit te pikken die later het meest de hoogte in zouden gaan.

Ook zij vroegen vertrouwen van de beleggers, vertrouwen in hun solidariteit en deskundigheid, welke laatste mochten blijken uit de aangroei van hun vermogen (groei - het economisch modeverschijnsel van deze tijd) en de resultaten die behaald werden, de "performance".

Sommigen waarschuwden hiervoor. CUTLER merkte in 1966 in "Barrons" op dat een open beleggingsfonds naarmate het succes kende en aangroeide door nieuwe inleg ook "oude" beleggers ertoe verleiden zou hun inleg terug te nemen en, de leer van het fonds zelf indachtig, mee te nemen wat kon. Hadden deze beleggers een aandeel gekocht voor 10 Dollar en bleek dit na een tijdje 15 Dollar "waard" te zijn

(d.w.z. de nieuwe inschrijvers dienden zoveel te betalen) omwille van de inmiddels gerealiseerde kapitaalaanwas dan kwamen deze beleggers tot een "maar zeker is zeker" oordeel en royeerden hun aandeel. Hoe meer succes van nieuwe inschrijvingen, des te meer uitredingen van oude beleggers, aldus de "wet van Cutler".

De "Go-Go" fondsen gingen echter door. Hadden ze de eerste jaren vooral belegd in "conglomerates", ze zochten nadien alles op wat grof geld kon maken. Vanaf het najaar 1969 bleek zelfs onroerend goed hoge rente te dragen. "Liquide vastgoed"-beleggingen werden gelanceerd, waarbij vastgoed-"belegging" soms olieclaims aan de Canadese Noordpool waren of pasgebouwde vakantiedorpen ergens aan een riviera. Deze "beleggingen" werden overigens opgesierd met de namen van meest vooraanstaande figuren uit de internationale zakenwereld of klinkende politieke namen. 1969 werd vooral voor de agressieve vastgoedfondsen een topjaar.

6. 2. De overheid van sommige landen had al een paar jaren bekommerd toegezien hoe de internationale fondsen een belangrijke kapitaalafvloeiing uit eigen land teweegbrachten (hoofdzakelijk: vluchtkapitaal) en de nationale beleggingsinstellingen stonden onder grote druk van cliëntele dat hun een "conservatieve" beleggingspolitiek verweet, daarbij verwijzend naar de veel betere resultaten van de "performance"-fondsen. Verder groeide de vrees dat - moest er binnenkort een baisse komen - dit voor sommige beleggers katastrofaal zou worden. De agressieve "investment-trusts" hadden vooral langlopende spaar-beleggingscontracten ("plannen") afgesloten, waarbij de spaarders zich ertoe verbonden regelmatig geld in te leggen, dat dan zou "aangroeien" en het pas na een vaste tijd terug te nemen. Wie hier "zeker is zeker" speelden waren de verkopers die alle voor het contract verschuldigde commissies van bij de eerste storting voorafnamen (front-loading). Dikwijls hadden de beleggers voor deze eerste, belangrijke, storting (die dan opging aan commissie en kosten, niet eens belegd werd en niets zou opleveren) een lening aangegaan tegen hoge maar in vergelijking met het verwachte rendement

nog redelijke interest. Dit leningen opnemen om van het "hefboom-effect" (leverage) van vreemd kapitaal te genieten, gebeurde overigens ook op het niveau van het beleggingsbeheer zelf. Nog andere minder elegante en soms frauduleuze praktijken gingen schuil onder de dekmantel van vertrouwenswaardigheid. Een ervan was de ergerniswekkende taxatie ("tegelijk orthodox en revolutionair") van het onroerend goed vermogen door vastgoedfondsbeheerders: hoe hoger de waarde gesteld werd des te groter de daarop berekende beheerscommissie. Deze fondsen waren echter "off-shore", in het land van hun "zetel" aan geen publicatieplicht, reglementering of controle onderworpen.

6. 3. Toen de Amerikaanse beurzen-baisse, de moeilijkheden van "Gramco" en I.O.S. zich reeds aandienden greep de overheid, vanaf medio 1969, in.

In Duitsland werden allerhande praktijken van beleggingsbeheerders buiten de wet gesteld en de buitenlandse fondsen onrechtstreeks onder controle geplaatst, zoals de nationale beleggingsinstellingen. Terzelfdertijd maakte men een statuut voor vastgoedbeleggingsfondsen. In België, waar het optreden van "off-shore" fondsen verhinderd werd door de vigerende reglementering (voor buitenlandse vennootschappen: toestemming van de overheid voor aandelenemissie; en voor beleggingsfondsen: voorwaarden van de Bankcommissie naleven), maar waar onwettig optredende démarcheurs actief waren werd de bestaande reglementering verduidelijkt.

In Nederland maakte de wet vennootschapsbelasting 1969 het de "growth"- en "leverage" procédés fiscaal erg moeilijk maar bleef men verder nog tolerant. In Frankrijk, waar eigen onderdanen het met de "sociétés civiles immobilières" bont maakten kwam er een echte "alarm"-wetgeving. In Zwitserland, waar sinds 1967 een controle bestond, werd deze verscherpt.

7. 1. De juridische belangstelling voor beleggingsfondsen, in Duitsland en Frankrijk specifiek voor vastgoedfondsen, een belangstelling die deze keer van de overheid kwam, ging nu in de eerste plaats uit naar "controle"-taken en problemen i.v.m. de reglementering zelf hielden de aandacht der overheid gaande voor zover dank zij een reglementering misbruiken konden vermeden worden. Een goede, in het eigen recht inpasbare juridische vormgeving voor vastgoedbelegging was voor de wetgever geen bekommernis. Lag in Duitsland deze vormgeving, de "Treuhand", nog voor het grijpen in de oude beleggingsfondsenwet, wat in Frankrijk als vastgoedbeleggingsvennootschap werd uitgetekend zou de sporen dragen van een onbezonnen alarm-wetgeving.

7. 2. Door streng aan de controle de hand te houden probeerde de overheid het vertrouwen van de beleggers vooral voor de eigen nationale beleggingsinstellingen te herwinnen. Daar waren goede redenen voor: nauwelijks had de crisis om de "off-shore" fondsen de spaarders geschokt en voor gevolg gehad dat velen hun geld terug opvroegen of er kwamen moeilijkheden op het internationale monetaire vlak, met name de "dollar-crisis". Men wilde de spaarders ervan weerhouden om niet tot crisisgebonden speculaties op de geldmarkt over te gaan. Anderzijds won de controle aan betekenis als "bescherming van de kleine spaarder" omdat beleggen in gemeenschappelijke beleggingsfondsen sinds de "off-shore" crisis meer een zaak van die kleinere spaarder was geworden. Anderen die vroeger hun vluchtkapitaal in "real estate funds" onderbrachten zochten nu met dit kapitaal rechtstreekse eigendom in "zonnige en politiek stabiele toevluchtsoorden". Merkwaardig is bijv. in Duitsland het zakencijfer van de Florida- en Spanjepromotoren sinds de "crach" van Gramco en I.O.S. (zie daaromtrent: "Fluchtburgen in der Sonne", in Der Spiegel, 6 sept. 1971, 56-57).

7. 3. Pogingen om door een strenge reglementering het vertrouwen in een beleggingsinstelling te herwinnen waren niet nieuw. Tijdens de crisis van de jaren dertig, die ook het vertrouwen in de vrij beheerde ("discretionary trust") Amerikaanse en Engelse beleggingsfondsen had geschokt probeerden de 'Fixed Trusts', waarbij de beleggingsobjecten vooraf gekozen waren en dezelfde bleven, met hun radicale uitsluiting van mogelijke beheerdersspeculatie de beleggers op hun hand te krijgen. (Dit bleek het ander uiterste en ook te gevaarlijk. Uiteindelijk zouden de volgens bepaalde regelen maar met relatieve vrijheid beheerde "managed trusts" de grootste interesse van de spaarders krijgen). Maar vooral wettelijk ingrijpen, de Engelse Prevention of Fraud (Investments) Act en de Amerikaanse Investment Company Act, zouden veel bijdragen tot de heropbloei van de beleggingsfondsen.

8. Deze evolutie in de beleggingssector en de veranderde juridische belangstelling ervoor drukken ook hun stempel op voorliggende studie, die tussen 1968 en 1971 werd ondernomen. In het najaar 1968 opgezet als een onderzoek naar de mogelijke juridische vormgevingen voor vastgoedfondsen, waren belangrijke opzoeken reeds gebeurd, en soms was zelfs al een "definitieve" tekst opgemaakt, toen de wetgever ingreep - in rechtsstudietermen uitgedrukt: toen de wet en -eindelijk- het uitvoeringsbesluit verschenen -, Zulks was het geval voor de Duitse en de Franse vastgoedfondsen.

Precies omdat de wetgever niet zozeer een goede juridische vormgeving maar wel een vermijden van misbruiken op het oog had, en de wet dus meestal andere dan de reeds onderzochte problemen behandelde, was een "aanvulling" haast onmogelijk. Voor Frankrijk werd daarom een quasi-nieuwe tekst opgesteld.

Voor het hoofdstuk over de Duitse vastgoedfondsen werd de beschrijving van de vroegere organisatievormen behouden ten dele omdat sommige beleggingsformules, en mede uiteraard hun organisatie, niet door de wet geregeld worden, ten dele omdat de door de praktijkjuristen uitgewerkte contracten vrij origineel waren. Dit laatste krijgt misschien een bittere bijmaak: hun energie hadden deze juristen besteed aan het "origineel" opeenstapelen van juridische snuffjes, een opeenstapeling die, en dat wisten ze ook op voorhand, toch geen getrouwe weergave zou zijn van de economische verhoudingen, omdat daarvoor eigenlijk een wetswijziging nodig zou geweest zijn. En als de nood dan groot was kwam de wetswijziging, soms met voor de hand liggende radikale oplossingen, die juist daarom nooit eerder waren voorgesteld door de juristen en ook nooit grondig doordacht.

9. Voor deze studie worden onder vastgoedfondsen begrepen deze vormen van gemeenschappelijke belegging in onroerend goed waarbij een openbaar beroep op het sparend publiek wordt gedaan om beleggingsgeld te verzamelen, waarbij de beleggingspolitiek volgens het principe der risicobeperking wordt gevoerd en het beheer voor rekening van de beleggers, exclusief gebeurt door een deskundige. De aspecten gemeenschappelijke belegging en exclusief deskundigenbeheer willen we even toelichten.

9. 1. Belegging houdt altijd een spanning in tussen rendement en waardevastheid: hoog rendement betekent vaak groot risico terwijl de meest waardevastste beleggingen, bijv. het traditionele onroerend goed bezit, ook veelal het laagste rendement zullen opleveren. Wanneer men toch een relatief goed rendement wil halen dan kan men zijn belegging zo spreiden dat sommige beleggingsobjecten wel een

hoge rente opleveren maar dan ook aan groter risico onderworpen zijn terwijl andere beleggingsobjecten precies omwille van hun waardevastheid worden gekozen maar dan minder renderen. Globaal genomen krijgt men dan een relatieve risicobeperking en toch een goede opbrengst. Voor deze risicobeperkende beleggingsspreiding is echter een groot beleggingskapitaal nodig, waarover juist de kleine belegger niet beschikt. De gemeenschappelijke belegging, het samenleggen, kan dan voor resultaat hebben: "de kleine spaarders dezelfde voordelen te verschaffen als de rijke, omdat het risico, door spreiding van de kapitaalbelegging over een aantal verschillende objecten, verminderd wordt" (aldus de prospectus van de Schotse "Foreign and Colonial Government Trust", vaak als eerste beleggingsfonds genoemd). Hoe nauw dit gemeenschappelijk samengaan verbonden is met de risicobeperking komt, in zijn negatieve aspect, duidelijk naar voren bij fondsen met royementsmogelijkheid.

Wanneer een groot deel van de medebeleggers, omwille van hun appreciatie van de rendabiliteit en de waardevastheid der operatie, hun participatie terugtrekken dan kan de beheerder van het fonds, om de nodige gelden voor het royement te recupereren, niet zomaar tot schaalverkleining van het fonds overgaan maar zal hij sommige vermogensbestanddelen moeten verkopen m.a.w. het evenwicht van de spreiding (tijdelijk) verstoren ten nadele van de blijvende beleggers. Bij ernstige conjunctuursmoeilijkheden kan zulks zelfs tot de liquidatie van het fonds aanleiding geven.

9. 2. De beleggingsbeheerder, die veelal ook het initiatief voor het fonds neemt, hoort een deskundige te zijn. In landen waar een reglementering op beleggingsfondsen bestaat, wordt op deze deskundigheid toezicht gehouden. Hij krijgt ook, met uitsluiting van anderen, het beheer opgedragen. Daarvoor kunnen velerlei redenen aangegeven worden, waarvan we hier één willen weerhouden. Bij fondsen die uitdrukkelijk voor kleine beleggers heten opgezet te zijn is de niet-inmenging in het beheer vanwege bijv. een algemene vergadering een vereiste voor de bescherming van deze kleine beleggers.

Deze fondsen hebben doorgaans een beheersreglement dat dan de beheerder eisen stelt i.v.m. de risicospreiding, dat bijv. percentages van de diverse pakketten beleggingsobjecten aangeeft. Dit reglement mag niet veranderbaar zijn door toevallige meerderheden op een vergadering of, nog erger, door grotere beleggers die de beheerder tot meer risicodragende projecten zou dwingen. De risicobeperkende spreiding, zoals die in het begin vaststond, moet ten voordele van de kleine spaarder, worden behouden.

Zeër duidelijk zag men dit in Zwitserland in. Daarom verleende de wet van 1966 aan de "fondsdirectie" het beheersmonopolie maar werd er ook, als correlarium voor de niet-controle op de beheerder vanwege de beleggers zelf, een overheidstoezicht ingesteld op de naleving van het beheersreglement. Ook slechts met toestemming van het toezichtsorgaan zou het beheersreglement kunnen gewijzigd worden.

9. 3. Niet onder vastgoedbeleggingsfondsen worden begrepen de beleggings-'CLUBS' in onroerend goed. Zij worden gekenmerkt door het feit dat ze geen openbaar beroep doen op de spaarders maar "onder kennissen", bijv. zakenrelaties, hun "aandelen" plaatsen en dat verder het beheer door een van de club-leden, na afspraak met en onder toezicht van de anderen gevoerd wordt.

Verder worden alleen nationale vastgoedfondsen besproken. Van "off-shore ^{funds}" waren zo al te weinig juridische documenten ter beschikking om een ernstige studie toe te laten. Slechts voor zover hun verkoopcontracten de nationale wetgeving beïnvloedde wordt er aandacht aan besteed.

10. De studie heeft dan betrekking op de juridische vormgevingen van het vastgoedbeleggingsfonds en de vastgoedcertificering, zoals deze bestaan in Duitsland, Frankrijk, Nederland, Zwitserland en België. De keuze van juist deze landen gebeurde om de volgende reden.

10. 1. Uitgangspunt was om naar aanleiding van het Belgische initiatief van de emissie der "vastgoedcertificaten" te onderzoeken welke juridische formules in de landen, waar het rechtsstelsel vergelijkbaar is met het Belgische, voor economisch gelijkaardige projecten, aangewend werden en om van deze formules een overzicht te geven. Eventueel zouden dan daarbij andere, ook bij ons aanwendbare, organisatievormen naar voren komen.

10. 2. In de eerste plaats kwamen daarvoor de landen van de Europese Gemeenschap in aanmerking, mede omdat in het kader van de Europese vennootschapsrichtlijnen een aparte richtlijn omtrent de beleggingsmaatschappijen (fondsen in vennootschapsvorm) in het vooruitzicht werd gesteld. Italië en Luxemburg werden hier evenwel buiten beschouwing gelaten, het eerste land omdat er nog geen eigen vastgoedbeleggingsfondsen bestonden, het tweede omwille van zijn bijzondere positie, die het eerder tot thuishaven van "off-shore" fondsen maakt. Anderzijds werd Zwitserland wel bij het onderzoek betrokken omdat daar de eerste continentale vastgoedbeleggingsfondsen ontstonden en er ook een eerste wet, op het Europese vasteland, betreffende onroerend goed fondsen werd uitgevaardigd.

Omwille van de moeilijke vergelijkbaarheid met ons rechtsstelsel worden de Anglo-Amerikaanse "Investment Company" en "Investment Trust" niet besproken. Waar in sommige van de wel bestudeerde formules gepoogd wordt een 'trust'-verhouding in het leven te roepen, kan deze eigen verhouding wel bepaalde gevolgen van het Anglo-Amerikaanse 'trust'-recht benaderen; daarop zal tegelijkertijd gewezen worden. De eigengemaakte 'trust'-verhoudingen wortelen echter in eigen, continentale, rechtsfiguren en een diepgaande vergelijking tussen deze laatste en de op het oud-Engelse onderscheid tussen 'common law' en 'equity law' gestoelde, echte 'trust'-instelling zou, in het bestek van voorliggende studie, niet van nut kunnen zijn. (Overigens is daaromtrent het werk voorhanden van C. DE WULF: 'The Trust and Corresponding Institutions in Civil Law', Brussel, 1965).

11. Van de juridische organisatievormen voor vastgoedbeleggingsfondsen in de zopas genoemde landen wordt een beschrijvend overzicht gegeven.

11. 1. Omdat de juridische organisatie de contractuele regeling is van welbepaalde economische verhoudingen, waarvan ze een zo getrouw mogelijke vertaling dient te zijn, wordt ook, waar nodig, aandacht besteed aan de economische gegevens. Slechts zo zal men soms de keuze van de juridische formule kunnen begrijpen. Een voorbeeld hierbij: wanneer het de economische bedoeling is om de beleggers te laten genieten van bijzondere fiscale voordelen i.v.m. de afschrijving van gebouwen die tot het fonds behoren, voordelen die slechts op lange termijn en slechts voor de "eerste eigenaar" van het gebouw gelden, dan spreekt het vanzelf dat verhandelbaarheid van de certificaten niet nodig is. Op het juridische vlak kan men dan genoegen nemen met een vennootschapsformule, waar slechts aandelen op naam kunnen uitgegeven worden. Zou het daarentegen de bedoeling zijn de beleggers een "liquide vastgoedbelegging" voor te stellen dan dient men vrij verhandelbare aandelen te emitteren en voldoet zoëven genoemde vennootschapsformule niet meer.

11. 2. Dit beschrijvend overzicht plaatst echter niet volgens een vooraf opgemaakte juridisch-logische indeling de verschillende oplossingen naast mekaar, die in de diverse landen aan een bepaald probleem i.v.m. de juridische vormgeving worden gegeven. Deze techniek veronderstelt dat er in de diverse landen bepaalde, dezelfde of vergelijkbare, gemeenschappelijke juridische problemen i.v.m. de vormgeving zijn. Dit is echter niet het geval. Men zou bijv. niet onder de titel "het vastgoedcertificaat" onderparticipaties aan een Duitse commanditaire vennootschap, bewijzen van mede-eigendom aan een aandelenportefeuille, in toonderpapier verbriefde vorderingen uit de Zwitserse 'Auftrag'-figuur, 'aandelen' in een Franse of Belgische burgerlijke vennootschap (art. 1832 e.v. C.c.), Nederlandse "trust"-certificaten, en Belgische, nader te noemen, 'vorderingsrechten' met mekaar kunnen vergelijken.

Wèl een gemeenschappelijk probleem is bijv.: welke juridische formule te kiezen voor vrij verhandelbaar papier dat het economisch belang bij een bepaalde ideële fractie van verschillende onroerende goederen vertegenwoordigt, m.a.w. welke juridische vormgeving te kiezen. En dit is dan precies het opschrift dat voorliggende studie meedraagt, een studie waarin per land de gekozen formules worden besproken.

11. 3. Voor ieder van de bestudeerde landen apart wordt geen exhaustieve bespreking van de juridische problemen die zich bij de organisatie van vastgoedfondsen stellen, opgenomen. Zoals reeds eerder vermeld werd voor deze juridische organisatie veelal een beroep gedaan op ingewikkelde rechtsconstructies, welke niet in ieder land dezelfde zijn, zodat een uitvoerig ingaan op àlle problemen, deze studie zou leiden tot een opeenstapeling van de meest uit mekaar liggende kunstgrepen van het vennootschaps-, het eigendoms- en het opdrachtsrecht.

Door per land wel een algemeen beeld te schetsen en verder op de meest typische problemen in te gaan wordt tenminste een al te grote opeenstapeling, als zopas genoemd, vermeden. Globaal genomen zou dan een overzicht verkregen moeten worden van de moeilijkheden die zich bij de juridische vormgeving van vastgoedfondsen en vastgoedcertificaten voordoen.

11. 4. De kennismaking met de Duitse vastgoedfondsen leert zo hoe beleggingsprojecten met een verschillend economisch opzet ook verschillende juridische organisatievormen kregen. Verder wordt hier wat meer ingegaan op de fiscale behandeling van de vastgoedcertificaten omdat meerdere fondsen enkel opgezet zijn om de beleggers van bijzondere fiscale voordelen te laten genieten. Tenslotte is de nieuwe wet op de beleggingsfondsen er meteen een voorbeeld van hoe, als de nood hoog is, radikale en eenvoudige maar goede oplossingen naar voren kunnen komen, wettelijke oplossingen die schril afsteken

tegen de vóór de wet moeizaam opgebouwde constructies. Naar aanleiding van de bespreking der Zwitserse onroerend goed fondsen wordt verder ingegaan op de eigendomsverhouding bij de gemeenschappelijke belegging en de beleggings-'opdracht'. Juist deze twee problemen konden door de wetgever, in de "rustige" tijd waarin de wet tot stand kwam, nog op bezonnen wijze geregeld worden. Het aan Nederland gewijde hoofdstuk biedt de gelegenheid wat verder in te gaan op de certificeringstechniek terwijl de Franse wet op de vastgoedfondsen echt wel een voorbeeld is van hoe het niet hoeft.

12. Uitvoeriger worden dan de Belgische initiatieven terzake van vastgoedcertificering en van gemeenschappelijke vastgoedbelegging besproken. Daarbij wordt zowel aandacht besteed aan de economische achtergrond, aan de juridische formulering door de "partijen" zelf als aan de vraag of een reglementering van deze beleggingen nodig zou zijn.

Leuven, 15 december 1971.

LIJST VAN GEBRUIKTE AFKORTINGEN

AB	Allgemeine Bedingungen
ABN	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Nationalrat - Bulletin officiel de l'Assemblée Fédérale, Conseil National (Zwits.)
ABS	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat - Bulletin officiel de l'Assemblée Fédérale, Conseil des Etats (Zwits.)
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz (Duitsl.)
Alg. Fisc. Tijdschr.	Algemeen Fiscaal Tijdschrift
AV	Allgemeine Vertragsbedingungen
BAnz.	Bundesanzeiger (Duitsl.)
B.B.	Der Betriebs-Berater
BBauG	Bundesbaugesetz (Duitsl.)
BFH	Bundesfinanzhof (Duitsl.)
BGA	Bundesgesetz über die Anlagefonds (Zwits.)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch (Duitsl.)
Botschaft	Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Anlagefonds (Zwits.)
B.W.	Burgerlijk Wetboek
D.	Dalloz
D.B.	Der Betrieb
DM	Duitse Mark
Econ. Soc. Tijdschr.	Economisch en Sociaal Tijdschrift

E.S.B.	Economische en Statistische Berichten
EstG	Einkommenssteuergesetz (Duitsl.)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
H.B.R.	Harvard Business Review
HGB	Handelsgesetzbuch (Duitsl.)
L'Inform. Chef d'Entr.	L'Informateur du chef de l'entreprise
KAGG	Kapitalanlagegesellschaftengesetz (Duitsl.)
KG	Kommanditgesellschaft
KO	Konkursordnung (Duitsl.)
KstG	Körperschaftssteuergesetz (Duitsl.)
KWG	Kreditwesengesetz (Duitsl.)
N.J.	Nederlandse Jurisprudentie
N.J.B.	Nederlands Juristenblad
N.J.V.	Nederlandse Juristenvereniging
N.J.W.	Neue Juristische Wochenschrift
N.V.	De naamloze vennootschap
NV	Naamloze vennootschap
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OR	Obligationenrecht (Zwits.)
PVBA	Personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid
R.C.J.B.	Revue critique de jurisprudence belge
Rev. Banque	Revue de la banque
Rev. Prat. Not.	Revue pratique du notariat
Rev. Trim. Dr. Comm.	Revue trimestrielle de droit commercial

Rev. Trim. Dr. Comp.	Revue trimestrielle de droit comparé
S.A.	Société anonyme
S.A.R.L.	Société à responsabilité limitée
S.P.R.L.	Société de personnes à responsabilité limitée
StAnpG	Steueranpassungsgesetz (Duitsl.)
T.V.V.S.	Tijdschrift voor vennootschappen, verenigingen en stichtingen
VO	Verwaltungsordnung
VOF	Vennootschap onder firma
V.V.A.	Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz über die Anlagefonds (Zwits.)
W.P.N.R.	Weekblad voor privaatrecht, notaris-ambt en registratie
ZGB	Zivilgesetzbuch (Zwits.)

HOOFDSTUK I : DE DUITSE VASTGOEDFONDSEN

- 14.1. Beleggingsfondsen in roerende waarden zijn in Duitsland bekend sinds 1949 ; vastgoedfondsen werden vanaf 1959 opgericht.

Per januari 1969 registreerde men 92 immobiliënfondsen (1) met een gezamenlijke beleggingswaarde van 2 miljard DM. Door de roerende waarden fondsen werd op dat ogenblik voor 6,5 miljard DM belegd. (2)

Naar hun juridische vorm onderscheidt men beleggingsfondsen voor onroerend goed in vennootschapsvorm, in 'Treuhand'-vorm (eigenlijk een mede-eigendomsformule) en als onrechtstreekse mede-eigendom aan vast goed geconstrueerd. Hierbij moet men wel een onderscheid maken tussen de juridische organisatie van de belegging enerzijds en de aard en structuur van de juridische band tussen de beleggers en het fonds anderzijds.

Naar economische betekenis spreken de auteurs van 'steueronrienteerde' fondsen, die hun winst vooral willen realiseren door te speculeren op speciale fiscale voordelen, o.m. inzake afschrijvingen. Daarnaast zijn er 'echte' beleggingsfondsen en immobiliere-leasingfondsen.

(1) Waarvan meerdere kleinere (veelal closed-end fondsen door eenzelfde initiatieafnemer) opgezet.

(2) volgens de cijfers verstrekt door H. BERGMAN, in Der Volkswirt 'Hausbesitz für 100 Mark - Immobilienfonds', 1969, n°5 p. 31-34 ; n° 6, p. 46-48 ; n° 7, p. 43-45 ; n° 8, p. 46-50 ; n° 9, p. 44-45

14.2. Voor beleggingsfondsen in waardepapieren is er sinds 1957 een wettelijke reglementering die de juridische organisatie van het beleggingsfonds en de openbaarheid van het beheer regelt en verder de beheersvennootschap aan het toezicht van het 'Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen' onderwerpt (1).

In 1969 werd een reglementering van de buitenlandse beleggingsinstellingen voorgesteld. Terwijl alleen al de omvang van de door deze fondsen teweeggebrachte kapitaalafvloei zulks vereiste drong ook een bescherming van de spaarders zich op. De moeilijkheden waarin sommige fondsen n. a. v. de Amerikaanse beurzen-baisse geraakten brachten allerlei misleidende - soms frauduleuze - reclame- en beheerspraktijken aan het licht.

Het accent van de op 28 juli 1969 tot stand gekomen wet (2) viel dan ook op de bescherming van de spaarders, waarbij dan vooral de reclame, de verkoopcontracten en de informatie omtrent het beheer werden gereguleerd. Het tweede deel van deze wet breidde de nieuwe 'verkoopsregeling' uit tot de Duitse fondsen, die ressorteerden onder de wet van 1957 (3).

Tijdens de bespreking van het wetsontwerp werd voorgesteld ook de binnenlandse vastgoedfondsen onder de gewijzigde beleggingsfondsenwet van 1957 te brengen, temeer daar de reglementering van buitenlandse beleggingsinstellingen zowel op roerende waarden fondsen als op immobiliënfondsen van toepassing zou zijn. Hiervoor zou slechts een kleine wetswijziging nodig zijn.

-
- (1) Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) van 16 april 1957 (BGBl. I, p. 378).
 - (2) Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile, über die Besteuerung ihrer Erträge, sowie zur Aenderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, 28 juli 1969 (BGBl., I, p. 986).
 - (3) Terzelfdertijd werden een aantal verbodsbepalingen van de oude wet gemilderd teneinde de Duitse fondsen toe te laten betere concurrentieposities in te nemen tegenover de buitenlandse beleggingsinstellingen.

Volgens het uit de oude wet aangehouden criterium werden dan de 'open-end' vastgoedfondsen in de herziening betrokken.

Van de hogergenoemde Duitse vastgoedfondsen in vennootschapsvorm, in 'Treuhand'-vorm en in 'mede-eigendom' zijn alleen de laatste volgens het 'open-end' principe georganiseerd. Voorlopig heeft de nieuwe reglementering alleen op hen betrekking.

§ 1. Beleggingsfondsen in vennootschapsvorm

15.1. Kapitaalvennootschappen (1) zijn naar Duits recht minder geschikt voor de structuur van een beleggingsfonds. Vooral indien men een open-end fonds wil oprichten stuit men op vele wettelijke moeilijkheden. Bij een 'open-end' fonds (fonds de placement à capital variable tegenover 'closed-end'fonds, fonds de pl. à capital fixe) kan het aantal uitstaande participatiebewijzen voortdurend toenemen of afnemen. (Volgens de Investment Company Act, USA 1940, is een beleggingsmaatschappij open-end wanneer ze zich verbindt aandelen terug te nemen tegen intrinsieke waarde 'net-asset-value' wettelijk is er geen verplichting nieuwe aandelen uit te geven.) Certificaten worden gecreëerd en uitgegeven naargelang de vraag en anderszijds kan iedere participant zijn certificaat terug inleveren waarbij hij in ruil een evenredig deel van de inventariswaarde van het fonds ontvangt. Tegen het variabele kapitaal van een naamloze vennootschap (2) verzet zich § 202 Aktien Gesetz (AktG), dat een vast kapitaal, tenminste een vast basiskapitaal, voor de vennootschap vereist. (3)

-
- (1) Over het onderscheid Personengesellschaft - Kapitalgesellschaft, zie A. HUECK, Gesellschaftsrecht, München, 1965, p. 8-11.
 - (2) De 'Gesellschaft mit Beschränkter Haftung' (GmbH) zou 'sowieso' minder in aanmerking komen omdat ze gedacht is voor een gering aantal vennoten.
 - (3) § 202 AktG luidt : (1) Die Satzung kann den Vorstand für höchstens fünf Jahre nach Eintragung der Gesellschaft ermächtigen das Grundkapital bis zu einem bestimmten Nennbetrag (genehmigtes Kapital) durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen.
(3) Das genehmigte Kapital darf die Hälfte des Grundkapitals, das zur Zeit der Ermächtigung vorhanden ist, nicht übersteigen.

Het royeren van de certificaten, dit betekent voor de NV het inkopen van eigen aandelen, is door § 71 AktG slechts toegelaten in welomschreven (nood-) gevallen of aan zeer strenge voorwaarden gebonden. Overigens verbiedt § 57 AktG uitdrukkelijk en in 't algemeen de teruggave van de inbreng in de NV, wat precies bij een echt royement zou gebeuren. Tenslotte wordt de uitgifte van nieuwe aandelen (nieuwe certificaten) bemoeilijkt door de vereisten van § 203 AktG. (1) (Verhoging van het maatschappelijk kapitaal). De zwaarste hinderpaal is echter de fiscale behandeling (2) van het als NV opgerichte vastgoedfonds. Tweemaal, eens in hoofde van de NV, verder in hoofde van de aandeelhouders, zal de al eerder geringe onroerend goedopbrengst belast worden. Indien de NV niet zelf bouwt maar een 'vorgeschal-tete' ('voor-geschakelde') bouw- en beheersmaatschappij controleert wordt bovendien nog eens bij deze bouwmaatschap-pij de belasting geheven. (3)

Vrijwel iedereen die over de juridische structuur van beleg-gingsfondsen schrijft merkt betreffende de NV-formule nog aan dat de controlebevoegdheid en het inmengingsrecht in het beheer vanwege de algemene vergadering vanuit economisch standpunt voor beleggingsfondsen ongewenst is. (4)

-
- (1) zie verder over deze moeilijkheden : E. MARTINI, Recht-liche Probleme eines Immobilienzertifikates, Stuttgart, 1967, p. 9 en U. WECHSLER, Immobilienfonds, Frankfurt a. M., 1968, p. 29
- (2) zie E. MARTINI, op.cit., p. 10.
- (3) zie n° 4.2
- (4) zie n° 9.2

15.2. Aan de dubbele belasting kan ontkomen worden door een zgn. 'Personenvennootschap' op te richten, die als dusdanig geen eigen rechtspersoonlijkheid heeft en niet belastingsplichtig is. (1)

Hier is de keuze tussen de 'Offene Handelsgesellschaft' (OHG) en de Kommanditgesellschaft (KG).

De OHG (2) lijkt echter voor een beleggingsorganisatie niet geschikt omdat hierin alle vennoten onbeperkt gehouden zijn tot de schulden van de vennootschap terwijl de belegger precies zoveel mogelijk risico's wil vermijden, laat staan het tot meer dan zijn inbreng (beleggingskapitaal) gehouden zijn voor de gevolgen van deze risico's. De commanditaire vennootschap biedt het voordeel dat de gecommanditeerden slechts gehouden zijn ten belope van hun inbreng. Dit vennootschapstype is echter gecreëerd voor een relatief klein aantal vennoten, die bekend moeten zijn tegenover de vennootschap. Anonimiteit en talrijkheid der deelnemers, best gerealiseerd in een naamloze vennootschap, druisen in tegen de natuur van de KG. Dit leidde U. WECHSLER er toe te stellen (3) dat 'Wenn deshalb für einen Immobilienfonds die Rechtsform der KG gewählt wird, so bedeutet dies aus den eben geschilderten Gründen eine gewisse Systemwidrigkeit, denn es werden zwei gegensätzliche Konzeptionen verbunden'.

15.3. Het zijn nochtans deze 'gegensätzliche Konzeptionen' die men, vooral sinds de tweede wereldoorlog, heeft willen verzoenen om de personenvennootschap met haar fiscale voordelen en vrijheid van kapitaalhoogte te laten evolueren naar een kapitaalvennootschap, om in de eerste namelijk de veelheid en vrije verhandelbaarheid van 'aandelen' in te voeren.

(1) F. BUCHWALD en E. TIEFENBACHER, Die Zweckmäßige Gesellschaftsform, Heidelberg, 1967 (afgekort : BUCHWALD - TIEFENBACHER) p. 18

(2) Komt overeen met onze Vennootschap onder Firma (VOF).

(3) op.cit., p. 30

Zo heeft vooral de 'Kapitalistische KG' een hoge vlucht genomen (1). Hieronder verstaat men een commanditaire vennootschap waarbij het kapitaalaandeel van de gecommanditeerden veel beduidender is dan dat van de commanditair, waarbij de gecommanditeerden zelf de vennootschap beheersen en waaraan overigens talrijke gecommanditeerden met 'vrij vlot' verhandelbare 'aandelen' deelnemen. (2)

Men kan ook nog verder gaan door als 'geldschietster' van de globale 'Kommanditeeinlage' een 'Treuhänder' te laten optreden. Deze zal dan 'aandelen' creëren, en verkopen veelal met verschillende nominale waarde. Alleen de Treuhänder heeft bekend te zijn aan de vennootschap en hij heeft overigens de meeste invloed in het beheer. (3)

16. Dit type van 'Kapitalistische KG' werd door sommige Duitse initiatiefnemers als formule voor een beleggingsfonds gekozen, (4) echter niet op de eerste plaats om toonder-aandelen te kunnen emitteren.

(1) Meestal als GmbH und Co opgericht, waarbij een GmbH (PVBA) als commanditair, d.i. als onbeperkt gehouden, optreedt terwijl natuurlijk het gehouden zijn van de vennoten in deze onbeperkt gehouden GmbH zelf beperkt is tot hun inbreng. Men kent ook de AG und Co. Over de betekenis in cijfers uitgedrukt, van de GmbH und Co, zie J. VEISMANN, 'Verbreitung und wirtschaftliche Bedeutung der GmbH und Co KG', in : GmbH - Rundschau, 1969, 3, p. 69-71. Zie ook HENZE, M., Die GmbH und Co, Kommanditgesellschaft, Stuttgart, 1969 (9^e ed.)

(2) BUCHWALD - TIEFENBACHER, p. 48

(3) BUCHWALD - TIEFENBACHER, p. 49 De Treuhänder kan bv. terzelve tijd zaakvoerder van de GmbH (in de GmbH und Co KG) zijn.

(4) Bij de 'Dr. Görtmüller KG' zijn er drie commanditair, natuurlijke personen en één Treuhänder-gecommanditeerde, de 'Deutsche Pfandbriefanstalt', publiekrechtelijke rechtspersoon. Bij de 'KG Rheinische- Westfälische Immobiliengesellschaft und Co' staat in het begin de RWI GmbH als commanditair, maar nadien treedt ze uit de vennootschap en komen drie natuurlijke personen in de plaats. Er zijn twee banken als gecommanditeerden. Bij het 'Immobiliën-fonds Wolfgang Essen KG' is er één natuurlijke persoon als commanditair en één gecommanditeerde-Treuhänder, een speciaal hiervoor opgerichte GmbH, de 'Grundstück-Anlagefonds GmbH'. Bij het 'Immobiliën-fonds 1 Erwin Bremer KG' zijn er drie natuurlijke personen als commanditair ; en de Dresdner Bank treedt op als 'trustee-gecommanditeerde. Dit fonds is opgericht na de nieuwe wet, in juli 1970.

16.1. Het optreden van deze Treuhänder hierbij heeft als belangrijkste reden van bestaan een oplossing te bieden voor het zoëven geschetste probleem van de onverzoenbaarheid der controle- en inmengingsbevoegheid op en in het beheer vanwege de vennoten met het economische opzet van de beleggingsfondsen.(1) We hebben reeds gesteld dat het bestaan van deze bevoegheid het gevaar inhoudt dat een meerderheidsgroep bij de vennoten-beleggers de beheerders tot meer risicodragende operaties zou kunnen dwingen terwijl relatieve risicovrijheid voor beleggingen een essentiële voorwaarde is. (2)

De 'Treuhänder' zal er bij de KG-fondsen voor zorgen dat de uitoefening van deze controle- en inmengingsbevoegdheden aan hem wordt opgedragen en alleen maar aan hem want anders zou het probleem van de belangenspreiding, met het daaraan verbonden risico voor het ontstaan van een meerderheidsgroep, gewoon verlegd worden.

Hij stelt zich op in een positie die in Nederland goed gekend is als 'administratiekantoor voor aandelen', vaak ook 'trustkantoor' genoemd. De aandelen worden dan 'ten name gesteld' van het administratiekantoor (3), dat het recht van controle heeft en verder 'certificaten over een aandeel' uitgeeft, certificaten, die hoofdzakelijk het 'economisch belang bij het aandeel' vertegenwoordigen.

16.2. Verder verzorgt de Treuhänder de 'Stückelung' van het globale aandeel dat hij houdt en helpt hij bij het creëren van een markt waarop de certificaten kunnen verhandeld worden.

(1) Bij de argumenten tegen de NV-formule.

(2) Zie n° 9.2.

(3) In Nederland neemt men, na lange discussies, aan dat het administratiekantoor eigenaar is van de aandelen en dat de certificaathouders tegenover dit kantoor slechts vorderingsrechten hebben die het economisch belang bij het aandeel vertegenwoordigen.

De belangrijkste reden waarom bij andere operaties een 'Treuhänder' wordt ingeschakeld, nl. de volkomen vrije en vormloze verhandeling van de aandelen, speelt bij de KG-fondsen niet zo'n grote rol.

Bij verhandeling moet, luidens het fondsreglement, de nieuwe bezitter van een certificaat zijn naam, adres en fiscaal nummer opgeven. Dit is van belang omdat de fondsdirectie rechtstreeks bij de certificaathouders de afschrijvingen op de onroerende goederen laat verrichten en de namen van de bezitters doorgeeft aan de belastingsadministratie.

17. Als voorbeeld voor een toelichting bij het vastgoedfonds onder de vorm van een commanditaire vennootschap kozen we het oudste (1965), de 'IMMOBILIENGESSELLSCHAFT Dr. GÖRTMÜLLER KG', waarachter de 'DEUTSCHE PFANDBRIEFANSTALT' staat, die deze formule uitdacht.(1). De deelname aan het 'Kommanditanteil' wordt bewezen door de zgn. 'HAUS-BESITZBRIEF'. 'Hausbesitzbriefe' worden geëmitteerd per serie : elke serie heeft betrekking op een welbepaald beleggingsproject, dat vooraf bekend is. Per serie wordt ook een 'beleggingsfonds' opgezet : telkens wordt een nieuwe commanditaire vennootschap opgericht, die de naam van het project meekrijgt. Begin 1969 waren er aldus drie 'Dr. GÖRTMÜLLER KG' voor de drie tot dan toe gestartte fondsen. De daarbij opgestelde contracten zijn voor alle drie fondsen dezelfde. Hieronder wordt de 'Immobilien-gesellschaft Dr. GÖRTMÜLLER KG, Hamburg - Lübeck' besproken.

(1) De 'Deutsche Pfandbriefanstalt' is een 'Körperschaft des Öffentlichen Rechts und Organ der Staatlicher Wohnungspolitik'. Voor de beschrijving van dit fonds werden de prospectus 'Hausbesitzbrief, Object Hamburg - Lübeck' (derde serie van 'Hausbesitzbriefe'), het 'Vertrag über die Einrichtung der Immobilien-gesellschaft Dr. Görtmüller KG', afgekort 'KG-Vertrag', en het trust-contract 'Allgemeine Bedingungen für den Hausbesitzbrief', 'AB' afgekort, gebruikt. Een korte beschrijving vindt men eveneens in E. MARTINI, op. cit., p. 32-35. Andere KG-fondsen vindt men geciteerd in noot (4) p. 28, en bij H. BERGMAN, in : Der Volkswirt, 1969, nr. 5, p. 32.

De belegging voor het project 'Hamburg/Lübeck' bestaat uit 365 woningen met $\pm 24.600 \text{ m}^2$ woonoppervlakte en twee koopcentra, een groot in Hamburg en een klein in Lübeck met resp. 12.000 m^2 en 4.600 m^2 benuttigbare oppervlakte. In Lübeck worden daarnaast vier-verdiepingswoningen en één appartementsgebouw opgericht, geïntegreerd in een groot wijkproject. Te Neustadt, in de onmiddellijke nabijheid van het Oostzeestrand, worden kleinere woningen opgericht. In Billstedt, een wijk van Hamburg, wordt het grote koopcentrum gebouwd, waarin overigens ruimte voorzien is voor de uitoefening van vrije beroepen. Dit koopcentrum is ook geïntegreerd in een dichtbevolkt stadsdeel. De gezamenlijke kosten bedragen 39 miljoen DM, die door 20 miljoen DM vreemde middelen en 19 milj. DM vennootschapskapitaal worden gedekt. Eigenaar en bouwheer van het project is de 'Immobilien-gesellschaft Dr. Görtmüller KG', die speciaal voor dit project werd opgericht. (1) Zij verwerft de gronden die nodig zijn voor de bouw, sluit de overeenkomst met de aannemer en zorgt voor de verhuring. Het gezamenlijke project is reeds voor een duur van 25 jaar aan de 'Neue Heimat' (Gemeinnützige Wohnungs- und Siedlungsgesellschaft mbH, Hamburg) die een zodanige huur opbrengt dat het door de cerfiticaathouders ingebrachte kapitaal jaarlijks met 5 % kan worden gehonoreerd. Verder zorgt de huurder voor de rente en de aflossing van het geleend kapitaal.

(1) Onder hen Dr. Görtmüller, wiens naam in firma voorkomt. (tervoldoening v. § 19, 2 HGB)
 Dr. Görtmüller is oud vice-president van de Deutsche Pfandbriefanstalt, Wiesbaden.
 De twee anderen zijn zaakvoerder van de 'Neue Heimat' die het hele project in huur neemt.

a. De vennootschap

18. De 'Immobilien-gesellschaft Dr. Görtmüller KG' bestaat uit drie 'persoonlijk gehouden vennoten' (commanditaireren)(1) en één gecommanditeerde, de 'Deutsche Pfandbriefanstalt', die de hele 'Kommanditbeteiligung' in eigen naam maar voor vreemde rekening, dit wil zeggen als 'Treuhänder' voor de gezamenlijke beleggers (2) verwerft en behoudt. Aan deze beleggers zal de 'Treuhänder' certificaten ('Hausbesitzbriefe') over een fractie van zijn globale aandeel afgeven. Het totale bedrag van de certificaten zal het 'vennootschapskapitaal' vormen, en slechts voor zover dit kapitaal er nodig is zal men tot de emissie overgaan. In afwijking van § 164 HGB, zijn ruime bevoegdheden gegeven aan de gecommanditeerde, die de belangen van de beleggers vertegenwoordigend (3), zijn toestemming moet geven bij alle wezenlijke beslissingen (4) en op elk ogenblik de boekhouding van de vennootschap mag (laten) controleren (§ 9, KG-Vertrag).

(1) Deze brengen zelf geen geld in (§ 5, A3, KG-Vertrag). De uitdrukking 'persoonlijk gehouden vennoten' die ook in § 161 HGB wordt gebruikt, is minder correct. Ook de gecommanditeerde is persoonlijk gehouden, evenwel slechts ten belope van zijn inbreng. Beter zou staan: 'onbeperkt gehouden vennoten'. Zie hierover BUCHWALD-TIEFENBACHER, p.40

(2) Aldus § 4, 2 KG-Vertrag.

(3) De commanditaireren mogen geen kapitaalaandeel hebben; de gecommanditeerde mag voor eigen rekening, luidens de prospectus, geen 'Hausbesitzbriefe' bezitten.

(4) Een opsomming wordt gegeven in § 6, 3 KG-Vertrag. Alhoewel in het tweede lid van deze paragraaf het woord 'wesentlich' wordt gebruikt, blijkt het uit de opsomming dat vrij veel beslissingen hieraan beantwoorden.

Houdt men voor ogen dat het volgen van de bouwverrichtingen en alle dagelijkse verhuuringsbeslommeringen aan de vaste huurder, die alle gebouwen zal inhuur nemen, (i. c. de 'Neue Heimat') werden opgedragen dan blijkt dat praktisch geen belangrijke taken meer resteren voor de commanditaireren. Bij de gecommanditeerde daarentegen ligt het zwaartepunt van de beslissingen ; terzelvertijd is hij echter (en dus : het fonds) slechts beperkt gehouden voor eventuele nadelige gevolgen van zijn beslissingen. Bij het beheer van de vennootschap is ook een raad van drie deskundigen benoemd (§ 8 KG-Vertrag) die bij elk jaareinde de waarde van de onroerende goederen bepaalt, ten einde de deelnemers een aanknopingspunt te verschaffen m.b.t. de waarde van hun participatie.

b. De Deelnemers

19. De deelname als gecommanditeerde (Kommanditbeteiligung) aan de KG wordt gedaan door de Deutsche Pfandbriefanstalt, in eigen naam, als 'Treuhänder' voor rekening van de gezamenlijke deelnemers. Participatie aan dit globale aandeel vanwege de beleggers kan gebeuren met 100, 500, 1000 of 5000 DM en als bewijs van hun deelname ontvangen deze beleggers dan een 'Hausbesitzbrief'. Hun verhoudingen tot de 'trustee' en de vennootschap worden geregeld door de 'Allgemeine Bedingungen für den Hausbesitzbrief - Object Hamburg/Lübeck' (hierna AB genoemd). De 'Hausbesitzbrief' is, luidens §1, 1 AB, een bewijs van een aandeel aan de door de 'Deutsche Pfandbriefanstalt' onder trustverband (Treuhand) te houden deelname als gecommanditeerde in de vastgoedvennootschap. Het aandeel wordt berekend naar de verhouding tussen de nominale waarde van de 'verworven Hausbesitzbrief' tot de nominale waarde van alle 'Hausbesitzbriefe' die voor het object werden uitgegeven. De 'Deutsche Pfandbriefanstalt' houdt een register waarin alle bezitters van een 'Hausbesitzbrief' opgetekend

worden en de in dit register ingeschrevenen gelden tegenover de 'Treuhänder' en de KG als de enigen, die rechten uit de 'Hausbesitzbrief' hebben verkregen. Door het verwerven van een certificaat stemt de deelnemer in met de AB (§ 8, 4 AB) en het KG-Vertrag. Royement is niet mogelijk : het werd uitdrukkelijk niet gewild door de initiatiefnemers, omwille van het eigen, 'steuerorientierte' karakter van de KG-fondsen. (Waarover later meer). De eigenaars van een certificaat van deelname kunnen dit wel verkopen aan andere geïnteresseerden (waarbij de 'Deutsche Pfandbriefanstalt wil bemiddelen of een markt creëren), die dan de 'Hausbesitzbrief' moeten inzenden naar de emit-tent en hun naam meedelen. Wie het stuk inzendt wordt als rechtsopvolger beschouwd (§ 6, 4 AB).

De 'Hausbesitzbrief' is geen waardepapier, hij is slechts een 'Vertragsurkunde'. M.b.t. het geval van de rechtsopvolging merkt E. MARTINI aan dat de 'Hausbesitzbrief' hier ook als 'Legitimationspapier' functioneert doordat de 'Treuhänder' als eigenaar aanziet en zal inschrijven wie het stuk inzendt. (1)

20. Over de rechtsbetrekkingen van de certificaathouders met mekaar wordt in de Allgemeine Bedingungen niet veel gesteld. Het opzeggen van de 'Treuhandopdracht' moet luidens § 3, 3 AB gebeuren door een meerderheid die 51 % van de nominale waarde aller certificaten bezit. Verder kan een meerderheid met 75 % tot de ontbinding en de liquidatie van de commanditaire vastgoedvennootschap beslissen. (§ 7, 1, d AB) Over een algemene vergadering van 'Hausbesitzbrief'-bezitters wordt evenwel niet gesproken.

(1) Het effect van een 'Legitimationspapier' is dat de schuldenaar bevrijd is door te betalen aan wie het papier voorlegt. E. MARTINI, op.cit., p. 33 spreekt van 'schlichtes Legitimationspapier'. Zie verder K. LARENZ, Lehrbuch des Schuldrechts, II, München, 1968, p. 356-357

20.1. E. MARTINI schrijft over de betrekkingen van de certificaathouders onderling en (eigenlijk meer) over hun relatie tot de emittent - 'Treuhänder' het volgende. (1)

Indien de rechten uit het 'Treuhandverhältnis' aan de deelnemers gemeenschappelijk zouden toekomen, zoals gesuggereerd in § 3, 1 AB, : 'Der Treuhänder wird für die Gesamtheit der Inhaber (eigenaars van de 'Hausbesitzbriefe') tätig' en verder in het KG-Vertrag § 4, 2 : 'als Treuhänderdommanditist für die Gesamtheit aller Inhaber', indien dit zo zou zijn dan zouden, aldus de auteur, de AB een 'Aufhebungsanspruch' (§ 749 BGB), het recht voor eenieder om (ten zijnen aanzien) de opheffing en de verdeling van de gemeenschap te vorderen, moeten regelen. Dit is, steeds volgens de auteur, niet gebeurd en dus moet men aannemen dat de constructie van de 'Unterbeteiligung' (onder-deelname) aan de commanditaire vennootschap werd gekozen.

Hierbij staan de deelnemers niet in rechtsbetrekking met mekaar maar gaat de gecommanditeerde in de KG (de Deutsche Pfandbriefanstalt) met elk van de deelnemers een vennootschapsovereenkomst van het type als geregeld in het 'Bürgerliches Gesetzbuch', aan (2), vennootschap die de onderbedeling tot doel heeft en die beheerst wordt door de AB. Zo wordt, aldus E. MARTINI, het recht om op elk ogenblik uit de vennootschap te treden gewijzigd door § 7, 1, d. AB (zie boven). De auteur komt er op grond van een a contrario redenering toe te stellen dat de rechten uit het 'Treuhandverhältnis' niet aan een 'gemeenschap' (3) van certificaathouders toekomen.

(1) op. cit., p. 33-34.

(2) De 'burgerlijke vennootschap' is geregeld in §§ 705-740 BGB.

(3) Deze gemeenschap zou dan de 'Gemeinschaft nach Bruchteilen' zijn (in de litteratuur 'schlichte Rechtsgemeinschaft' genoemd), die luidens § 741 BGB ontstaat 'wanneer een recht aan meerdere personen gemeenschappelijk toekomt. Zie hierover K. LARENZ, op. cit., § 57, p. 313-319.

Wat dan nog de betekenis zou zijn van 'für die Gesamtheit' (zie boven § 3, 1 AB en § 4, 1 KG-Vertrag) wordt verder niet toegelicht. Als enig alternatief voor een gemeenschap van gerechtigden uit één Treuhandovereenkomst, ^{ponert te een reeks van afzonderlijke vennootschapsovereenkomsten} die de 'Unterbeteiligung' tot voorwerp hebben. (1)

Aldus wordt de 'Deutsche Pfandbriefanstalt' zaakvoerder van de tussen haar en elke deelnemer afzonderlijk bestaande vennootschap.

In deze constructie passen dan evenwel niet meer de talrijke elementen in de Allgemeine Bedingungen, die de individuele verhoudingen overstijgen, zo bijv. de bepaling dat de trustopdracht door een 51 % van het certificaatskapitaal vertegenwoordigende meerderheid kan opgezegd worden. Wat zou ook verder de betekenis kunnen zijn van § 6, 3 AB, waarbij elke deelnemer zich onwederroepelijk akkoord verklaart met de mogelijkheid dat de rechten van de andere certificaaathouders op derden kunnen overgaan ?

20. 2. Een goede oplossing voor het probleem van de relatie tussen het individuele en het collectieve element in de verhouding tot de 'Treuhand' wordt o. i. gegeven in de 'Allgemeine Vertragsbedingungen' voor de certificaten van deelname aan een andere commanditaire beleggingsvennootschap, de 'Vertriebskommanditgesellschaft Microholz GmbH & Co'. 'Microholz' GmbH zelf is een dochtervennootschap van de bouwfirma 'Becker und Kries A. G.'

(1) De 'Unterbeteiligung' (Untergesellschaft) betekent meestal dat 'Mehrere Personen im Innenverhältnis an der Beteiligung eines Gesellschafters an einer Personengesellschaft unterbeteiligt sind'.
Aldus BUCHWALD - TIEFENBACHER, p. 80.
H. KLAUS, Die Gesellschaft des bürgerlichen Rechts p. 164, 12. 354.

Als commanditair sticht ze samen met 'Becker und Kries, Offene Handelsgesellschaft (OHG)' een commanditaire vennootschap die haar naam draagt en waarin 'Becker und Kries, OHG' optreedt als 'Treuhänder' - gecommanditeerde. 'Sie (B & K, OHG) hat an ihrem Kommanditanteil Unterbeteiligungen eingeräumt' (§ 3, 3, KG-Vertrag) : met ieder van de certificaathouders gaat de 'Treuhänder' een overeenkomst van onderdeelnamen aan (§ 1 AV) (individuele band.) Alle onderdeelnemers maken daarenboven een gemeenschap uit naar burgerlijk recht ; hun akkoord hierover geven ze, krachtens de AV (§ 3 en 4), aan de 'Treuhänder' door het kopen van een certificaat. Het recht van ieder om de opheffing van de gemeenschap te vorderen wordt, voor zover als wettelijk toegelaten, uitgesloten. Ieder afzonderlijk en samen geven ze de 'OHG Becker und Kries' de opdracht als 'Treuhänder' het aandeel van gecommanditeerde te beheren volgens hun aanwijzingen. De rechten uit de 'Treuhänder'-opdracht, die ze gezamenlijk hebben gegeven, komen ook aan alle certificaathouders gezamenlijk toe. Het recht om een aandeel van de netto-opbrengst der KG - werkzaamheid te genieten komt ieder afzonderlijk toe (onderdeelnamen) en kan dus door ieder afzonderlijk uitgeoefend worden. Controlerechten (die hier in grote mate aanwezig zijn), herroeping van de opdracht enz... komen toe aan de gemeenschap van certificaathouders.

c. De fiscale behandeling van de 'Hausbesitzbrief' (-1)

21. 1. Dit type van vastgoedfonds alsmede het nader te bespreken DII-Fonds worden als 'steuerorientiert' beschouwd, (1) d. w. z. dat de rendabiliteit van de certificaten vooral gerealiseerd wordt door het creëren van een zo gunstig mogelijke fiscale situatie.

Transparentie

Enige gecommanditeerde in de op zichzelf niet belastbare personenvennootschap is de 'Deutsche Pfandbriefanstalt', die het globale aandeel als 'Treuhänder' houdt. Volgens de Duitse wetgeving terzake (2) worden de goederen (en ook de waarde van de vorderingen), die onder trustverband staan, gerekend tot het vermogen van wie ze in 'trust' geeft. In casu betekent dit dat de winsten van het fonds slechts zullen belast worden bij de deelnemers en er dus een dubbele fiscale transparentie ontstaat : eenmaal bij de vennootschap, een tweede maal bij de 'Treuhänder'. Fiscaal staat de belegger alsof hijzelf eigenaar van de onroerende goederen is.

Inkomstenbelasting

Het KG-Fonds koopt nooit gebouwen maar bouwt zelf. Hierdoor kan het genieten van de degressieve afschrijving 'Absetzung für Abnutzung' (Afa) (3), welke alleen aan de bouwheer toekomt.

(-1) Stand van de fiscale wetgeving : januari 1969

- (1) U. WECHSLER, op. cit., p. 37 en p. 38 : 'Ausschlaggebendes Motiv für die Bildung von KG-Immobilienfonds sind steuerliche Ueberlegungen. Man kann diese Fonds schlechthin als steuerorientiert bezeichnen.'
- (2) § 11, 2 en 3 Steueranpassungsgesetz (StAnpG) Zie vb. : LIEBICH, Treuhand und Treuhänder im Wirtschaftsrecht, Berlijn : 1966, p. 60 - 69
- (3) § 7,5 Einkommenssteuergesetz (EStG). De degressieve Afa bedraagt 3,5 % van de bouwkosten (niet inbegrepen de kosten voor de verwerving van de grond) gedurende de eerste 12 jaren ; 2 % van het 13° tot het 32° jaar en 1° van het 33° tot het 50° jaar.

Het gunstige effect van deze afschrijvingsmogelijkheid wordt nog verhoogd wanneer - zoals dat natuurlijk gebeurt - het fonds met veel, liefst goedkoop, vreemd kapitaal werkt, waardoor het afschrijvingsvolume vergroot.

Een voorbeeld hiervan : Een certificaat van 1 000 DM brengt 5 % op, dit is 50 DM. Bij eigenfinanciering mag de certificaatsbezitter hierop gedurende de eerste 12 jaren 3,5 % 's jaars, 35 DM, afschrijven en blijft er nog een belastbaar inkomen van 15 DM. Is het fonds echter samengesteld met één derde certificaatskapitaal en twee derden vreemde middelen dan bedraagt de toegelaten afschrijving (3,5 % op 3 000 DM) 105 DM. De belegger heeft dan fiscaal een 'verlies' van 55 DM dat hij met andere inkomsten mag verrekenen (1).

Na dit eerste gunstig effect van 12 jarige duur, dat eigenlijk geen uitsparen van belastingen maar een verschuiven van belastingen naar later is, vermindert het afschrijvingspercentage, terwijl de delging van het vreemde kapitaal voortdurend stijgt. Vanaf het 35° jaar, wanneer dit vreemde kapitaal terugbetaald is, verbetert de situatie voor de belegger weer omdat hij dan de 'volle' netto-huuropbrengst van het vergrootte (na de delging van het vreemd kapitaal behoort het project aan de certificaathouders) project geniet.

Globaal gezien kan het fonds aldus een jaarlijkse 'belastingvrije rente' van 5 % verdelen. We geven hier als voorbeeld een tabel van WECHSLER, waarin duidelijk het resultaat van de vreemde financiering, gekoppeld aan de Afa-benutting, naar voren komt. De tabel geeft de 'rente' aan NA aftrek van de belasting. Als de rente werd echter ook gerekend het van de inkomstenbelasting aftrekbare bedrag, (2) het fiscale 'verlies'.

(1) Een voorbeeld van H. BERMAN, Der Volkswirt, 1969, n° 7, p. 44, een uitgewerkt voorbeeld vindt men ook bij U. WECHSLER, op. cit., p. 37, 48

(2) U. WECHSLER, op. cit., p. 45

Jaar	a. rente bij zelffinanciering	b. rente bij gemengde financiering	verschil (b - a)
1	5	5,4	+ 0,40
12	5	5,08	+ 0,08
13	4,40	3,84	- 0,56
32	4,40	2,32	- 2,08
33	4	1,38	- 2,62
35	4	8	+ 4
50	4	8	+ 4

Men bemerkt het gunstige verschil ten voordele van de gemengde financiering gedurende de eerste 12 jaren en dit tengevolge van het meer-benuttigen door deze gemengde financiering van de Afa (afschrijvingsvolume is veel groter) en de daaruitvolgende aftrekbaarheid. Vanaf het 13^e jaar moet echter meer en meer het vreemde kapitaal gedelgd worden terwijl het afschrijvingspercentage daalt, wat ook tot een kleinere rente aanleiding geeft. Na het 35^e jaar tenslotte is het hele vreemde kapitaal afgelost en komt de netto-huuropbrengst volledig toe aan de certificaathouders.

Globaal vergeleken met een zelfgefinancierde vastgoedbelegging is het voordeel van de vreemde financiering niet bovenmate groot. Vergelijkt men het certificaat van KG-fondsen evenwel met vaste rentedragende waardepapieren dan is het voordeel duidelijker. Heeft een waardepapier (obligatie enz...), betrekking hebbende op roerende waarden, een jaarlijkse 7 % opbrengst, zo is deze opbrengst in haar geheel belastbaar (40% inkomensbelasting) en levert het in feite slechts 4,2 % op.

Vermogensbelasting

Ook in de vermogensbelasting levert het aanwenden van vreemd kapitaal voordelen op. Immobiliën worden gerekend naar hun zgn. 'Einheitswert', die ver beneden de markt -

waarde ligt. (1) Van deze waarde zijn de schulden af te trekken. Deze schulden, het vreemd kapitaal, liggen zeer hoog : bij het eerste object van Dr. Görtmüller Immobiliengesellschaft KG betekenden ze 160 % van het eigen kapitaal, bij het hier besproken Object Hamburg/Lübeck was het percentage 105. Door het aftrekken van dit vreemd kapitaal ontstaat er ook in de vermogensbelasting een 'Minusvermögen' (gedurende zekere tijd) dat op zichzelf aftrekbaar is van andere posten in de vermogensbelasting.

21.2. Plaatst men deze afzonderlijke fiscale voordelen in het hele belastingsbestel dan komt men tot het volgende resultaat. (2)

Het effect van de belastingsvrijheid (en de tijdelijke aftrekbaarheid) is des te groter naarmate het gezamenlijke inkomen van de certificaatsbezitter hoger ligt en de 'steuerprogression' meer optreedt. (3) Voor personen wier vermogen ~~da~~ in de wet gestelde 'Freibeträge' (van belasting vrijgestelde inkomens, berekend a rato van 20 000 DM voor de belastingsplichtige, voor zijn echtgenote en voor elk kind beneden de 18 jaar, § 5 VStG) niet overschrijdt en wier inkomen binnen de 'Proportionalzone' (niet meer dan 19 % hoger) van de inkomsten- of loonbelastingstarieven blijft in zulk KG-Certificaat niet zo interessant. Zij kunnen immers ipso facto genieten van een minder hoge belastingsvoet of zelfs belastingsvrijheid voor vaste rentedragende waardepapieren, terwijl voor per-

(1) Dit komt omdat een nieuwe vaststelling van de zgn. 'Einheitswert' door de administratie nog steeds niet gebeurd is en de waardebepalingen naar de waardeverhoudingen van 1935 te verrichten zijn. U. WECHSLER, op. cit., p. 47

(2) Zie : U. WECHSLER, op. cit., p. 48, en H. BERGMANN, in der Volkswirt, 1969, n° 7, p. 44-45.

(3) Steuerprogression betekent : hoe meer men verdient, onderverdeeld in schuiven, des te hoger het belastingspercentage is.

sonen met hoge inkomens, die dus aan een hogere belastingsvoet onderworpen zijn (Steuerprogression), zulke waardepapieren van b. v. 7 % na belasting soms nog slechts 3,2 % netto opbrengen. Voor deze laatste categorie personen is een 'Hausbesitzbrief' met (globaal berekend) 5 % belastingsvrije rente zeer attractief : vooreerst is deze opbrengst zoals gesteld, op zichzelf onbelastbaar en verder heeft dit mede voor gevolg dat er een inkomen is dat toch niet in aanmerking komt voor een eventuele vergroting van het globale inkomen en de daaruit volgende overgang naar een hogere inkomstencategorie (schuif) met de eraan verbonden hogere belastingspercentages.

21.3. Deze, op de fiscale voorschriften georiënteerde, rendabiliteit werkt vooral op lange termijn : het KG-certificaat is als belegging van lange duur geconstrueerd. Terug inleveren van certificaten is daarom ongewenst en door de fondsdirectie uitgesloten.

Ieder deelnemer kan echter een beroep doen op § 105, 2 HGB en § 723, 5 BGB om de opheffing van de vennootschap te vorderen. Ook zijn schuldeiser kan dit, krachtens § 135 HGB. De vennootschap zal kunnen verder gezet worden door de overgeblevenen. Deze procedure is echter traag en moeizaam en bovendien nog gecompliceerd door het tussenstaan van de 'Treuhänder'. Wettig is de mogelijkheid er wel; de economische realisatie ervan is daarentegen ten zeerste beperkt.

Appendix bij § 1 : Vastgoed - Leasing fondsen in commanditaire vennootschapsvorm.

22. Omwille van de later te bestuderen Belgische initiatieven terzake van herfinanciering van onroerende leasing door de emissie van vastgoedcertificaten, wordt hier even ingegaan op vergelijkbare Duitse projecten. Deze projecten waren echter meer nog dan de zopas besproken fondsen afgest^{em}urd op de benutt^{ing}ing van fiscale voordelen. Door een recente interpretatie der fiscale behandel^{ing}ing van vastgoedleasing werd hun uitbreiding ~~dan ook~~ ^{echte} afgeremd.
23. Vastgoedleasing betekent dat een leasing-onderneming een gebouw koopt of laat bouwen volgens de behoeften van een ander bedrijf, aan hetwelk het gebouw vervolgens voor een vaste, lange termijn 'verhuurd' wordt. Op het einde van deze onopzegbare huurtermijn die doorgaand korter is (tussen 12 en 30 jaar, meestal 15 à 20 jaar) dan de leefd^{uur} van het gebouw, beschikt de leasing-nemer meestal over een kooprecht tegen een bij het afsluiten van het contract bepaalde prijs. Soms heeft de leasingnemer de keuze tussen het kopen van het gebouw of het verder huren, maar dan tegen een uitzonderlijke lage vergoeding. Tijdens het hele contract staat hij in voor alle kosten aan het gebouw, ook grote herstellingskosten.

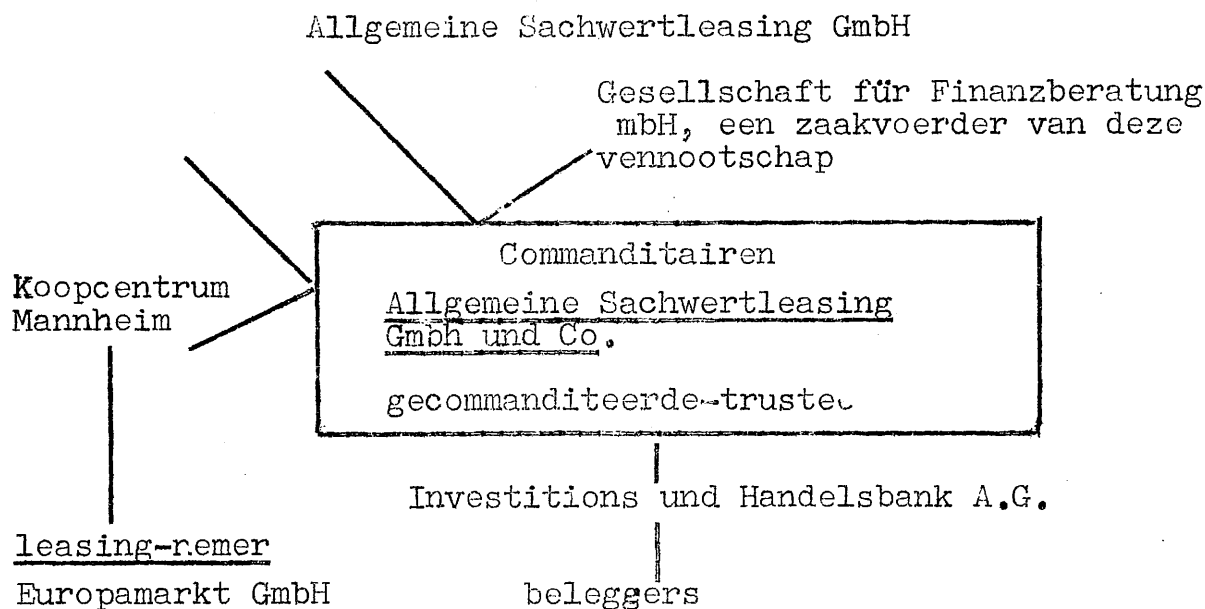
'Huur'-vergoeding en overnameprijs van het gebouw dekken de investeringskosten en de vergoeding voor leasing. Het bedrag van de jaarlijkse vergoeding (die vast of degressief kan zijn) en de verhouding tussen deze en de overnameprijs hangt af van geval tot geval.

Een modaliteit van de leasing-operatie is het gebouw onder te brengen in een vennootschap waarvan de leasing-gever beheerder is, de herfinancierders van de leasing

(1) BERGMANN, Hausbesitz auf Zeit, Der Volkswirt, 1969 nr. 9, p. 44-45.
BREMSER, H, Das Immobilien-leasing, Der Betrieb Beilage nr. 23/69, 10-14.

(de kreditleverers aan de leasing-gever) de aandeelhouders worden. Op het einde van het contract zal de leasing-nemer het gehele aandelenpakket i. p. v. de rechtstreekse eigendom aan het onroerend goed overhandigd worden.

24. Deze modaliteit ligt ook voor bij het eerste vastgoed-leasingfonds, de 'Allgemeine Sachwert-leasing GmbH und Co, KG, Anlagefonds Mannheim I' (1968), een beleggingsfonds dat veel gelijkenis vertoont met de reeds besproken KG-fondsen.



De commanditaire vennootschap telt twee commanditair, de leasingmaatschappij en de zaakvoerder van een 'derde' vennootschap. Enige gecommanditeerde is de Investitions- und Handelsbank AG. die als trustee optreedt voor de beleggers. De bank schiet het commandite-kapitaal van 6,5 miljoen DM voor en zal het terugontvangen van de beleggers door een emissie van 1000 DM- certificaten. Het project dat onder toezicht van de leasing-maatschappij (de Allgemeine Sachwert-leasing GmbH, als bouwheer) wordt opgericht is een koopcentrum (12.000 m² verkoopoppervlakte + 2 000 parkings), dat voor 25 jaar wordt

'verhuurd' aan de Europamarkt GmbH waarachter 40 handelshuizen staan. Het leasing-contract wordt niet met de fondsvennootschap afgesloten maar met de 'derde', de Gesellschaft für Finanzberatung (die zelf niet rechtstreeks bij de fonds-KG betrokken is).

De huur wordt zo berekend dat de certificaathouder jaarlijks 7 % opbrengst op zijn geplaatste kapitaal ontvangt.

Naast de 'huur'vergoeding verplicht de leasing-nemer zich jaarlijks 4 % van het certificaatskapitaal terug te betalen met een jaarlijkse opleg van 2 %. Op het einde van het contract wanneer hij het hele kapitaal (25 x 4 % opleg) zal terugbetaald hebben kan de leasing-nemer dan het gebouw voor een symbolische prijs overnemen. Dit geschiedt onrechtstreeks : niet de eigendom zelf zal hem worden overgedragen maar wel de commandite-bedeling in de commanditaire fonds-vennootschap. Door deze terugbetaling maken de beleggers een jaarlijkse agiowinst van 2 %. Van 102 % zal hun ingelegd kapitaal tot 150 % groeien op het einde van de operatie, in 1993.

Naast de 7 % rente en de 2 % agiowinst per jaar wordt aan de certificaathouders een bijkomend fiscaal voordeel gegeven. De fondsleiding neemt immers aan dat de certificaathouders economische mede-eigenaars van het fondsvermogen zijn in de zin van § 11 Steueranpassungsgesetz (StanpG), zodat zij op hun opbrengst van 7 %, afschrijvingen zouden mogen verrichten. Door het fonds worden de gebouwen daarom lineair met 2 % afgeschreven en dit voordeel komt dan aan de beleggers ten goede. Zo zou van een opbrengst van 70 DM (op een certificaat van 1 000 DM) slechts 56,8 % belast worden. De jaarlijkse agiowinst van 20 DM blijft eveneens onbelast.

25. Met betrekking tot dit laatste, de economische eigendom van de beleggers, werden de mooie plannen evenwel door-kruist door een beslissing vanwege het Ministerie van Financiën inzake de fiscale behandeling van leasing-contracten. Meegedeeld werd dat bij sommige vormen van leasing, de zgn. 'financial-lease', niet de juridische eigenaar van het leasing-goed maar wel de leasing-nemer als economische eigenaar zou beschouwd worden.
- 25.1. Het begrip economische eigendom in § II StAnpG komt als volgt naar voor. In normale gevallen is de juridische eigenaar van een zaak ook de economische belanghebbende, is hij het die niet alleen over de juridische bevoegdheden m. b. t. de zaak beschikt maar er ook concreet de macht over heeft. Soms is er evenwel een zodanige situatie voorhanden dat de zaak 'economisch' aan een ander toebehoort dan aan de juridische gerechtigde. In zulke situaties, exemplatief opgesomd in § 11 StAnpG, is er reden om de economische belanghebbende i. p. v. de juridische eigenaar voor de zaak te belasten. Zo o.m. wanneer een persoon die juridisch en economisch gerechtigd is tot een goed, krachtens een trustcontract zijn economisch gerechtigd zijn doorgeeft aan een ander, de gebeneficieerde van de trust (§ 11 StAnpG, 3 en 2).

Economische eigendom betekent meer dan 'pecuniair belang', het is eigendom in de echte betekenis : "een zaak is van mij". De economische eigenaar heeft daadwerkelijk macht over de zaak. Economisch eigenaar in de zin van de (belastings-)wet is men wanneer men de juridische eigenaar voor altijd van een economisch ingrijpen op de zaak kan uitsluiten (1).

(1) BFH., 26 jan. 1970, BB, 1970, 334.

Een voorbeeld maakt dit duidelijk : bij fiduciaire eigendomsoverdracht tot zekerheid wordt een bijv. roerende zaak door de kredietnemer in eigendom overgedragen aan de kredietgever en vervolgens door deze laatste terug in bruikleen gegeven aan de eerste. Eigendom en bruikleen duren tot de kredietschuld volledig is afgelost. In normale omstandigheden, d. w. z. wordt de schuld regelmatig betaald, heeft de juridische eigendom voor de kredietgever geen economische betekenis. Zolang het contract loopt kan hij "zijn" zaak niet ^{vervreemden} ~~terugvorderen~~ en nadien verliest hij, door het volledig afbetalen van de schuld, zijn eigendom. Van een effectieve heerschappij over de zaak is hij uitgesloten geweest.

- 25.2. Hiervan uitgaande werd in een 'Koordinierter Ländererlass' en in een 'Bescheid des Bundesministers der Finanzen (10.7.1969) gesteld dat, bij een vastgoed-leasingcontract, de leasingnemer als economisch eigenaar van het 'gehuurde' goed moest beschouwd worden wanneer het leasingobject speciaal voor de leasingnemer gepland, en voor zijn behoeften 'op maat gemaakt' is en wanneer het aan hem voor een lange tijd onopzegbaar verhuurd is en na deze tijd tegen een voorafbepaalde prijs op hem overgaat (finance-lease) (1).

(1) Bij finance-lease (location-financement, crédit-bail) gaat het om een financieringsvorm. Een speciaal voor de behoeften van de leasingnemer aangekocht goed wordt hem door een financieringsmaatschappij ter beschikking gesteld. De leasingnemer draagt alle kosten. Gedurende een bepaalde vaste tijd (= economische nuttigheidsduur van het goed) wordt het goed vast gehuurd. Na deze periode beschikt de huurder over een kooprecht. Finance-Lease wordt verricht door specifieke financieringsmaatschappijen. Zij ontvangen door de huur en de koopvergoeding hun gehele investering terug ; ze dragen niet het risico van de leasing-zaak. Operationele leasing daarentegen geschiedt niet door een financieringsmaatschappij maar door de producent van het leasing-object (bijv. IBM). De contracten zijn van kortere duur, wel opzegbaar en zonder kooprecht voor de leasing-nemer. De leasing-gever verricht nog diensten aan de leasing-nemer (bijv. onderhoud van de machines) en draagt nog wel een zeker risico voor de zaak. Zie: S. ROLLIN, Le Leasing, Verviers, 1970 ; Mieten oder Kaufen, Beilage nr. 23/69 Der Betrieb.

26. Ook het Bundesfinanzhof ging, bij arrest van 26 januari 1970 (1), m. b. t. roerende 'finance-leasing', over tot een erkenning van de leasing-nemer als economische eigenaar. In een obiter dicta stelde het Bundesfinanzhof 'e verschillende mogelijkheden van leasing-contracten in schema en bepaalde daarbij in welke gevallen der genoemde erkenning is aangewezen.

- a) Is de vaste leasing-termijn gelijk aan de economische nuttigheidsduur van het leasing-object dan is de leasingnemer economische eigenaar.
- b) Is de vaste leasingtermijn korter dan zijn er twee mogelijkheden. Beschikt de leasingnemer op het einde van die termijn over een kooprecht (met geringe vergoeding) dan is hij als economisch eigenaar aan te zien. Beschikt hij niet over een kooprecht en is het leasingsobject nog verkoopbaar dan wordt de leasinggever als economisch gerechtigde beschouwd.

(1) BFH, 26 jan. 1970 - IVR 144/66, weergegeven in NJW, 1970, p. 1148-1151 ; BB, 1970, p. 291 en 332-334 met noot van O. LABUS. Verdere besprekingen en discussies omtrent deze uitspraak : P. PLATHE, Zur Rechtlichen Beurteilung des Leasings-Geschäfts, BB, 1970, p. 601-605 ; H. MEILICKE, Rechtsprechungslooping zum Finanzleasing, BB, 1970, p. 977-979 ; B. RUNGE, Die steuerliche Behandlung von Leasing-Verträgen, BB, 1970, p. 1002-1006 ; H. BITZ, Die substanzsteuerlichen Auswirkungen des Leasing-Urteils des Bundesfinanzhof für den Leasing-Nehmer, BB, 1970, p. 1006-1007 ; H. ZIEMANN, Selbstverbrauchsteuer beim leasing, BB, 1970, p. 1476-1478 ; M. BEHRLE, Nochmals : Problematik von Zusage und Auskunft im Steuerrecht, NJW, 1970, p. 1634 en Controverse sur le régime fiscal du 'leasing', Droit et Affaires, nr. 186 (1.12.1970) A. 620, A 615. Het Bundesfinanzhof ging in dezelfde lijn verder in een cordeel van okt. 1970 (VR 49/70), BB, 1970, p. 1526-1527. Hierover H. ZIEMANN, art. cit., Het Ministerie van Financiën meldde in een schrijven van 21.7.1970 dat de regelen, door het BFH in zijn oordeel van 26 jan. 1970 opgesteld van toepassing zouden zijn op alle na 26 april 1970 gesloten 'financial-lease' -contracten m. b. t. roerende goederen (BB, 1970, p. 956).

- c) Ongeacht de vraag naar de termijn en de optie wordt de leasingnemer steeds als economisch eigenaar beschouwd wanneer het leasing-goed speciaal voor hem 'op maat' werd gemaakt en het na de vaste leasingtermijn slechts in zijn bedrijf nog economisch kan aangewend worden (1), (2).

Mutatis mutandis kan deze beslissing ook op vastgoed-leasing toegepast worden. (3)

Voor het vastgoed-leasing-fonds zou dit dan tot gevolg hebben dat niet de beleggers maar de leasing-nemer 'Europamarkt' als economische eigenaar de afschrijvingen zou mogen doen en verder dat de door de beleggers gereali-seerde agiowinst, een belastbaar gewoon geldelijk voor-deel zou zijn.

- (1) Bij deze 'test-case' had het Bundesfinanzhof het advies ingewonnen van de 'Deutsche Industrie- und Handelstage' en van het Ministerie van Financiën. De D.I.H.T. adviseerde economische eigendom - in alle gevallen - voor de leasing-gever. Het Ministerie hield een genuanceerde opinie voor die evenwel tot een - in de meeste opgestelde hypotheses tot een erkenning van de 'leasing-gever' als economisch eigenaar zou leiden!
- (2) Voor de balans van de vennootschap die leasingnemer is heeft zulks belangrijke gevolgen : het leasinggoed zal immers op de actiefzijde moeten voorkomen.
- (3) B. RUNGE, art. cit., p. 1005-1006. Rekening dient evenwel gehouden te worden met een ander oordeel van het BFH (24.4.1969, V. 176/64) waarin het bij een 'sale-leaseback'-operatie de leasinggever als eigenaar aanzag.

27. De regeling, zoals ze in de 'Ländererlass' en het 'Bescheid' voorgesteld werd, toepassen op het vastgoed-leasing fonds brengt wel wat moeilijkheden mee.

De organisatie van het fonds is immers zo opgevat dat de leasingnemer niet met de juridische eigenaar een leasing-contract heeft afgesloten. Van de juridische eigenaar wordt alleen 'gehuurd'. De overeenkomst jaarlijks het certificaatkapitaal (met opleg) terug te betalen, wat zou moeten leiden tot een indirecte (middels het commandite-aandeel) overname van het onroerend goed werd niet met de juridische eigenaar maar met een derde, de Gesellschaft für Finanzberatung, afgesloten. Tenslotte is er de vraag of het overnemen van het commandite-aandeel door de leasingnemer gelijkgesteld kan worden met de uitoefening van een 'kooprecht' waarbij de leasingnemer de zaak zou overnemen. (1)

Of dit verdelen van het leasing-geven over de juridische eigenaar en een derde relevant is voor de vraag wie economisch eigenaar is, daarover wordt nog tussen fiscus en fondsdirectie geredetwist. (2)

Ons inziens is dit ~~verleden~~ volkomen irrelevant. Het argument van de fondsdirectie is dat in haar organisatievorm de tegenstelling leasing-gever, juridische eigenaar, tegenover de leasing-nemer economische eigenaar niet bestaat. De juridische eigenaar is immers niet de leasing-gever. Dit argument is niet ter zake omdat het berust op de onjuiste veronderstelling dat de fiscale administratie zou kiezen tussen twee personen die m. b. t. een zaak een overeenkomst afsloten. Dit is evenwel niet zo,

(1) Neemt de leasingnemer de zaak over dan profiteert hij alleen van de meerwaarde van de grond bij een latere verkoop. Blijft de zaak in de commanditaire vennootschap dan profiteren de commanditair en er ook van mee.

(2) Einde 1970.

Men kiest niet. Men vertrekt gewoon van de vaststelling dat een bedrijf dat een zaak in leasing neemt, onder bepaalde voorwaarden, een zodanig economisch belang bij de zaak krijgt dat die zaak 'tot het bedrijf' behoort. Het gevolg hiervan is dat het bedrijf de zaak zal activeren in de balans enz... i. p. v. de persoon die dit anders zou gaan doen, nl. de juridische eigenaar. Eenmaal vastgesteld dat de zaak 'economisch' van de leasingnemer is kan ze niet nogmaals 'eigenlijk een ander' i. c. de juridische eigenaar, 'toebehoren'. Zo zal de juridisch gerechtigde, die niet 'het economisch' belang bij de zaak heeft ook geen economisch belang kunnen 'doorgeven' aan anderen.

§ 2 'Treuhand'- fondsen of 'Hausbesitz nach Bruchteilen'

28.1. Bij het ontstaan van de eerste Anglo-Amerikaanse beleggingsfondsen werd als juridische formule het oud-Engelse rechtsinstituut van de 'Trust' gekozen. De gelden voor de belegging werden bij de spaarders verzameld en door 'trust-deed' in eigendom gegeven aan de beheerder die ze zou beleggen voor rekening van de deelnemers. Het eigendomsrecht van de beheerder-trustee is 'eigendom naar common law'. De spaarders van hun kant worden beschermd door de rechterlijke regeling van het 'trust'-instituut, hebben het 'eigendomsrecht naar equity law'. Deze splitsing van het eigendomsrecht met de daaraan verbonden bescherming voor de beleggers is op het Europees Vasteland niet bekend (1). In Duitsland kent men op de 'fiducia' gebouwde 'Treuhandgeschäfte'. Deze 'Treuhandgeschäfte' ontstaan wanneer 'Der Treugeber den Treuhänder eine Rechtsmacht einräumt, kraft deren dieser mit einer gewissen Selbständigkeit und im eigenen Namen, aber (mindestens zugleich) im Interesse eines anderen wirtschaftlich oder rechtlich fremde Rechte ausüben darf, wobei er in bestimmter Weise gebunden ist. (2) In vele gevallen is de 'Rechtsmacht' die de 'Treuhänder' ontvangt niet vereist door het economische opzet van zijn functie maar door het ontbreken van juridische hulpmiddelen die de door partijen bedoelde taak precies en volledig omkaderen. Wanneer partijen een beleggings- en beheersfunctie willen creëren, die aan de beheerder de nodige soepelheid verleent, vinden ze hiervoor in de wettelijke regeling van het bewind geen voldoende vertaling daarvan. Wellicht vinden ze deze soepelheid alleen maar gerealiseerd in het eigendomsrecht en wordt aan de beheerder de eigendom overgedragen teneinde zijn functie te vervullen (eigendom tot beheer), m. a. w. tussen

(1) Zie n° 13

(2) Aldus ENNECCERUS-NIPPERDEY, Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts, I, Tübingen, 1960, § 148, II, p. 920.

de partijen wordt de uitoefening van dit eigendomsrecht gebonden aan een doel, dat ermee bereikt moet worden en zal deze uitoefening slechts ten goede komen aan de partij die de eigendom overdroeg. Evenzo verbindt de beheerder zich er toe na het volbrengen van zijn taak een wederoverdracht van recht te verrichten. Naar buitenuit treedt hij evenwel op als de volle eigenaar, een zakelijk gerechtigde. In feite is er hier 'Eine den Zweck überschüssende Rechtsmacht' aanwezig, 'eine Divergenz zwischen Können und Dürfen, eine obligatorische Zweckbeschränkung der dinglich selbständigen Treuhändermacht' (i. c. eigendomsrecht). (1) Soms kan het evenwel vanuit economisch standpunt nodig of wenselijk zijn dat de beheerder naar buitenuit als eigenaar optreedt. In deze gevallen is de gekozen rechtsconstructie volledig op haar plaats.

- 28.2. De Duitse rechtspraak erkent traditioneel als 'Treuhand' enkel de gevallen waarbij 'der Treugeber aus seinem Vermögen (a. Unmittelbarkeit : das Treugut muss rechtlich zu dem Vermögen des Treugebers gehört haben) dem Treuhänder einen Gegenstand zu treuen Händen anvertraut, das heisst übereignet (b), und zwar derart das der andere das übertragene Recht (c. Eigene Rechtszuständigkeit des Treuhänders) im eigenen Namen (d) ausüben (e. Ausübung von Rechten, also aktives Handeln) aber nicht in seinem Vorteil (f. Handeln im überwiegend fremden Interesse, auf Grund des Innenverhältnis) gebrauchen soll. (2)
- Voor het bestaan van de 'Treuhand' wordt vereist dat de goederen die onder 'trustverband' gesteld worden of de rechten, die door de 'Treuhänder' zullen uitgeoefend worden,

(1) Aldus SIEBERT, gecit. in LIEBICH, Treuhand und Treuhänder im Wirtschaftsrecht, Berlin, 1966, p. 32

(2) Reichsgericht 19 feb. 1914 - VII 448/13 ; RGZ 84/214, 217, gecit. in LIEBICH, op. cit., p. 32 en verder p. 72-73 waar de vereisten door de auteur worden aangegeven (door ons als a, b, c, ... in de tekst van het 'Reichsgerichtsurteil' aangeduid).

hem rechtstreeks werden overgedragen door de 'Treugeber', m. a. w. afkomstig zijn uit het vermogen van deze laatste. Dit vereiste wordt aangeduid als het 'Unmittelbarkeitsprinzip'. Goederen die door de 'Treuhänder', zelfs met gelden uit het onder 'trustverband' gestelde vermogen, van een derde werden verworven (Ertserwerb) worden niet geacht in het 'Treugut' begrepen te zijn. Voor deze goederen geldt niet de bescherming van § 771 ZPO (Zivilprozessordnung) en § 43 KO (Konkursordnung) waarbij, in geval van actie der schuldeisers van de 'Treuhänder' op 'diens' vermogen, de 'Treugeber' het 'Treugut' kan afzonderen uit het vermogen van de eerste. Deze vordering van de 'Treugeber' wordt als 'quasidinglich' beschouwd omdat ze meer geldt dan een obligatorische aanspraak en gelijkt op een zakelijke vordering. (1) In de rechtsleer en in sommige rechterlijke uitspraken vindt men evenwel een ver^{3p}breiding van de opvatting dat de 'Unmittelbarkeit' niet tot het wezen van de 'Treuhand' behoort en, daaruit volgend, dat er geen onderscheid moet gemaakt worden in de behandeling van het 'Treugut' naargelang het uit het vermogen van de 'Treugeber' komt dan wel door de 'Treuhänder', voor rekening van de 'Treugeber', van derden werd verkregen. (2) Een van de wettelijke bepalingen waarin ook dit uitgebreide 'economisch begrip Treuhand' gehanteerd wordt (3) is § 11, 3 StAnpG (11 oct. 1934), dat door de KG-fondsen

(1) LIEBLICH, op. cit., p. 35

(2) Zie LIEBLICH, op. cit., p. 75 en ENNECCERUS-NIPPERDEY, op. cit., p. 920, noot 17 en § 148, II

(3) 'Economisch begrepen' kunnen als 'Treuhand' ook aanvaard worden de gevallen waarin de 'Treuhänder' niet in eigen naam maar in vreemde naam optreedt. Daar een eigen rechtsbevoegdheid nog vereist blijft komt - in het burgerlijk recht - alleen de directe vertegenwoordiging hiervoor in aanmerking. Zie LIEBLICH, op. cit., p. 74.

werd aangewend om fiscale transparantie te bekomen, en dat luidt 'Wirtschaftsgüter, die durch einen Treuhänder zu treuen Händen für einen Treugeber erworben worden sind, werden dem Treugeber zugerechnet'. (1)

Door de fondsen die we nu behandelen, werd deze 'Treuhand' gebruikt als beheersformule.

- 29.1. De DEUTSCHE IMMOBILIEN INVESTIERUNGS-AG (DII), München-Berlin, opgericht in 1959, is een beheersvennootschap die verschillende vastgoedprojecten op het getouw zet en per project een gesloten fonds opricht. Per 1 januari 1969 werden reeds 41 projecten gerealiseerd of gestart, met een gezamenlijke waarde van 268,89 miljoen DM. De bijdrage van het certificaatskapitaal hierin bedroeg 72,98 milj. DM. De gemiddelde bouwwaarde van een fonds is 6,55 milj. DM. ; sommige projecten (vooral in Berlijn omwille van bijzonder gunstige afschrijvingsmogelijkheden) lopen op tot 18 à 20 milj. DM terwijl andere circa 2 milj. DM aan waarde vertegenwoordigen. De heersende moeder-vennootschap van de DII is de 'Becker & Kries AG' en tot het concern behoort ook 'Beckerbau', een bouwbedrijf. (2)

(1) de fiscale wetten staan dichterbij de werkelijke economische toestand dan het burgerlijk wetboek. Vandaar dat een verhouding soms fiscaal anders gequalificeerd wordt dan dat ze burgerrechtelijk te ontleden zou zijn. Economische eigendom of eigenaarsbelang is in de Duitse fiscale wetgeving een ingeburgerd begrip. Zie in het algemeen, in dit verband, §1,2 StAnpG, een uitleggingsvoorschrift, stellend dat 'Der Zweck und die wirtschaftliche Bedeutung der Steuergesetze und die Entwicklung der Verhältnisse zu berücksichtigen sind.'

(2) Andere 'Treuhand'-fondsen zijn de 'Bremer Treuhand Gesellschaft für Wohnungsbau mbH' met 17 'Haus- und Bodenfonds', sedert 1965, met een geëmitteerde certificaatswaarde van 88,5 milj. DM. De waarde van haar vastgoedvermogen bedraagt + 300 milj. DM (1968). Voor de inschrijvers op een certificaat van 10.000 DM is er een 'Erstmietrecht'. Het is een sociale-woningenbouwfonds. Verder is er de 'Deutsche Gesellschaft zur Förderung des Wohnungbaus, Gemeinnützige A.G., Berlin', met 6 fondsen. Bouwwaarde is 70 miljoen DM. ; certificaatskapitaal bedraagt 20 milj. DM (1968).

Per fonds worden ± 200 woningen opgericht, meestal in de sociale of door de belastingen begunstigde woningbouw. Bij sommige projecten wordt er ook bedrijfsruimte voorzien. Van spreiding naar objecttype is dus praktisch geen spraak. Bovendien moet aangestipt worden dat voor deze woningen de huurprijs voor lange termijn bevroren werd (Mietbindung) bij sociale woningbouw, wat invloed heeft op de marktwaarde van het fondsvermogen (tegenover staat de immanente waarde van de immobiliën). Regionale spreiding is evenmin aanwezig. De meeste projecten betreffen één stadswijk, veelal in Berlijn gesitueerd : Becker & Kries is een Berlijnse onderneming. (1)

•/... Eigenaar van deze AG en van de optredende 'Treuhand'-bank (Berliner Bank AG) is het 'Land' Berlijn. Ook hier is een 'Erstmietrecht' voor de intekenaars op certificaten van 10.000 DM. Gelijkaardig aan het vorige initiatief zijn de drie 'Bayerische Immobilienfonds', opgezet door de 'Gemeinnützige Bayerische Wohnungsgesellschaft AG' met als 'Treuhänder' de 'Bayerische Gemeindebank, Girozentrale'. Bouwvolume is 19,4 milj. DM ; certificaatskapitaal bedraagt 7,6 milj. DM. Deze initiatiefnemer bouwt hoofdzakelijk sociale woningen en verder woningen voor 'Bundesbediensteten'. Er is de 'Heinz Mosch Treuhandgesellschaft mbH' met 15 fondsen. Certificaten heten 'Grundstück- und Gebäudebriefe'. Door deze initiatiefnemer werden ook KG-fondsen opgericht. Bovendien werden ook gebouwen opgericht in het raam van het zogenaamde 'Berlin-Hilfe-Gesetz'. Tesaamen werd reeds voor 160 milj. DM aan bouwwaarde belegd.

- (1) Deze regionale gebondenheid geldt ook voor de andere 'Treuhand'-fondsen ; uitdrukkelijk voor de Bayerische Immobilienfonds en de Deutsche Gesellschaft zur Förderung des Wohnungsbaus.

29.2. Het economische opzet van de 'Treuhand'-fondsen is, evenals bij de KG-fondsen ^{fincaal} georiënteerd en - vanuit het standpunt van de spaarders - slechts voor beleggingen op lange termijn geschikt. Het certificaatskapitaal van de DII-fondsen vertegenwoordigt (globaal berekend) één derde van de totale bouwkosten. Het overige wordt gefinancierd door middel van hypothecaire leningen. Hierdoor vergroot, zoals onder n° 24 aangeduid, de afschrijvingsbasis voor de 'Afa' van § 7 EStG. Ook in de vermogensbelasting ontstaat een 'Minusvermogen'. De eerste koper van een certificaat hoeft geen 'Grunderwerbsteuer' te betalen, bij wederverkoop wel.(1) Het 'steuerorientiert'-zijn van de DII-fondsen kwam nog sterker tot uitdrukking tijdens de twee eerste bestaansjaren ervan. (1959-1961). De toenmalige versie van § 7 b EStG liet hogere afschrijvingsquotes toe. In 1961 bedroegen de percentages nog 10 % voor het eerste en het tweede jaar, 3 % de volgende tien jaren, dit alles berekend op de globale bouwkosten (daarvan afgetrokken de kosten voor de bouwgrond.)

Voor sommige projecten betekende dit, naargelang de verhouding certificaatskapitaal - vreemd kapitaal, dat tijdens de twee eerste jaren 70 %, de volgende tien jaren 21 % van het certificaatskapitaal af te schrijven was. Op 9 oktober 1962 werd evenwel de nieuwe tekst van § 7 EStG van kracht met zijn sterk verminderde afschrijvingspercentages (3% de eerste 12 jaren enz.,, zie n° 24). Alleen voor het 'Land' Berlijn werd de oude regeling (1961) krachtens § 53 EStG behouden.

(1) Krachtens een beslissing van de belastingsreferendarissen ; Zie Prospectus DII-fondsen MZ 40 (Mainz), p. 6.

a. Organisatie van de belegging

30. Door de DII, de beheersvennootschap van het fonds, worden de certificaten, langs 'kredietinstellingen' uitgegeven. Door het kopen van de certificaten verklaren de spaarders zich akkoord met de 'Allgemeine Vertragsbedingungen' (hierna AV afgekort), (1) welke hun relatie met de beheerder, de andere in de organisatie betrokken instellingen en met de andere spaarders zullen regelen. De geldopbrengst van deze verkoop wordt geplaatst op een speciale bankrekening, waarover alleen een, krachtens de AV aangestelde, 'Treuhand'-bank de beschikking heeft. Ze wordt 'Treuhänder' genoemd omdat ze in eigen naam maar voor rekening van de certificaathouders deze gelden zal 'bewaren' (§ 5 AV). Zodra de beheerder de nodige gronden zal aankopen en hiervoor, alsmede voor het globale beleggingsplan, de goedkeuring heeft gekregen van een expertencollege (Sachverständigengremium) (2), wordt het banksaldo aan de DII overgemaakt. De DII koopt gronden, treedt op als bouwheer en beheert in eigen naam maar voor rekening van de spaarders, die een 'gemeenschap naar breukdelen' (§ 2 AV, naar § 741 e. v. BGB) uitmaken. Het recht dat aan de certificaathouders gemeenschappelijk toekomt is, naast andere rechten uit de 'Treuhand'-opdracht, een vordering op de 'Treuhänder' tot verschaffing van de eigendom aan de tot het fonds behorende immobiliën.

b. Een Vormerkung

31. Alhoewel het fiscaal recht de 'Treuhand', zoals ze hier werd geconstrueerd, aanvaardt, nl. het verwerven door de 'Treuhänder' van goederen, afkomstig van een derde (Ersterwerb), voor rekening van de 'Treugeber', geniet de 'Treuhänder' een

(1) Alle verwijzingen naar de AV, die hierna komen, betreffen de AV-versie voor het project DII-fonds MZ 40(1968)

(2) § 20 AV. Dit expertencollege bestaat uit drie leden, twee door de certificaathouders, één door de DII aangesteld.

geber', i.c. de certificaathouder, niet van §43 KO (zie boven, n° 28.2) en kan hij de goederen, die langs 'Ersterwerb' onder 'trustverband' kwamen, niet afzonderen - in geval van nood - uit het vermogen van de 'trustee'. De 'Treugeber' heeft alleen de genoemde vordering tot verschaffing van de eigendom aan deze goederen. Deze vordering bestaat in de interne verhouding tussen de opdracht-houder en de opdrachtgever ; ze kan evenwel aan derden 'teggengesteld worden', verzekerd worden door een 'Vormerkung'. Dit gebeurt als volgt .

Tot zekerheid van een vordering tot overdracht of opheffing van een recht betreffende een grondstuk (...) wordt een 'Vormerkung' (aantekening) genomen in het 'Grundbuch' (vgl. register van de hypotheekbewaarder). De 'Vormerkung' is ook toegelaten voor een toekomstige of een bedongen aanspraak. (§ 883, 1, BGB, § 14 AV) (1)

Dergelijke inschrijving staat in rang na de hypotheeken, zij wint dus, concreet voor de vastgoedfondsen, aan waarde naargelang de hypothecaire schuld, die op het project weegt, door aflossing van het vreemde kapitaal, vermindert en onbestaande wordt.

In het 'Grundbuch' worden de certificaathouders ingeschreven; op eigen naam meestal slechts wie een participaite neemt van 10.000 DM, een 'Treuhänder' treedt op voor de gezamenlijke intekenaars op kleinere bedragen.

Elke beschikking (Verfügung) betreffende het grondstuk of het recht, waarop de vordering staat, na de inschrijving van de 'Vormerkung' blijft krachtens de wet in zoverre buiten werking als ze de aanspraak zou verhinderen of belemmeren.

(1) Zie de §§ 883-888 BGB, PALANDT, Bürgerliches Gesetzbuch, 17° ed., 1958, p. 796-803. Zie verder : G. BOEHNER, Einführung in das Bürgerliche Recht, Tübingen, 1965, p. 238.

Dit geldt ook voor beschikkingen in het raam van een 'Zwangvollstreckung', een 'Arrestvollziehung' of door een 'Konkursverwalter' (faillissementscurator) gedaan. (1)
Belangrijk voor vastgoedfondsen is de in § 890 BGB gestelde mogelijkheid voor de eigenaar om, meerdere onroerende goederen tot één onroerend goed te verenigen door te dien einde deze goederen als één enkel in het 'Grundbuch' te laten inschrijven.

- 31.2. Om echter in geval van 'Zwangvollstreckung' (en andere) door derden op de goederen van de 'Treuhänder' verzekerd te zijn van de veiligheid hunner belegging, om de 'Vormerkung' te kunnen gebruiken, moeten de certificaathouders op voorhand en tijdig de 'treuhand'-opdracht opzeggen. De 'Vormerkung' werkt immers niet zomaar : ze strekt tot zekerheid voor de vordering tot overdracht van eigendom, welke vordering slechts openstaat na het opzeggen van de 'Treuhand'-opdracht door de certificaathouders (middels de 'Treuhand'-bank) (§ 14 AV). Slechts na volbrenging, bijv. door opzegging, van de beheerstaak moet de beheerder, die het onroerend goed in eigendom kreeg om gemakkelijk zijn beheer te voeren, het goed 'teruggeven'. Een tijdig ingrijpen is dus noodzakelijk. Als men dit voor ogen houdt lijkt de wervingsreclame die de DII met de 'Grundbuchliche' inschrijving voert wat overdreven. Ze noemt zich : 'Die erste Deutsche Investment-Gesellschaft mit direkter Beteiligung der Zertifikat-Inhaber am Hausbesitz durch grundbuchliche Eintragung'.

(1) § 883, 2 BGB

c. De certificaathouders

32.1. Natuurlijk zijn de certificaathouders niet direct bedeed aan het onroerend goed : zij maken, aldus § 2 AV, een 'gemeenschap naar breukdelen' uit (volgende de regels van § 741 e.v. BGB) m.b.t. de aanspraken uit de 'Treuhand'-verhouding met de bank en de fondsdirectie. Deze aanspraken, de bundel vorderingsrechten, die het economische belang vertegenwoordigen, volgen uit de volgende, door de DII en de bank opgenomen verplichtingen. De DII zal na het ontvangen van de gelden uit de certificatenverkoop de deelnemers 'economisch' in de positie stellen als waren zij mede-eigenaars van het vastgoed-fondsbezit. (§ 6 AV) Zij zal het beheer over het fonds voeren en alle inkomsten uit het vastgoedbezit op een speciale rekening voor de gemeenschap der participanten storten. Van deze rekening worden alle onkosten i.v.m. dit vastgoedbezit afgetrokken en het saldo wordt jaarlijks uitgekeerd. Ook worden de niet-gebruikte gronden ten voordele van de deelnemers verkocht.

Deze verplichtingen zal de DII uitvoeren als een 'ordentlicher Kaufmann' en ze zal dus desgevallend schadeloosstelling verschuldigd zijn (§ 7 AV). Haar opdracht kan, naar wettelijke regeling, op elk ogenblik opgezegd worden. Dan staat de certificaathouders de vordering toe tot overdracht vanwege de DII van de burgerrechtelijke eigendom aan de fondsgoederen (§ 14 AV).

De 'Treuhand'-bank krijgt opdracht om van de 'Vormerkung' ten gunste van de certificaathouders gebruik te maken en de overgebleven niet-bebouwde grondstukken te verzilveren. Van haar kant kan de DII de opdracht slechts om een grondige reden, bepaald in § 13 AV, opzeggen. Het fonds wordt bij opzegging van de certificaathouders of vanwege de DII ontbonden. De 'Treuhand'-opdracht van de bank, bestaand in het voorlopig beheer van de gelden en verder occasioneel optreden, kan eveneens opgezegd worden. Een andere 'Treuhand'-bank wordt dan door de gemeenschap van certificaathouders aangesteld. (§ 21 AV)

De 'Treuhand'-opdracht is een 'Dienstvertrag, der eine Geschäftsbesorgung zum Inhalt hat' (§ 611 en § 675 BGB) en wordt (in hoofdzaak) geregeld door de 'Allgemeine Vertragsbedingungen'.

- 32.2. Het recht van de certificaathouders om opheffing van de gemeenschap te verlangen, dit betekent : royementsmogelijkheid, wordt , voor zover de wet het toelaat, uitgesloten (§ 18 AV). Indien iemand om grondige redenen (zie § 749 BGB) zijn inbreng terug wil krijgen, behouden de andere deelnemers zich het recht voor om deze participatie aan de meest biedende onder hen over te laten, vertrekkend van een minimumprijs ingesteld door het expertencollege.

De certificaathouders hebben, compenserend met de onmogelijkheid tot royement, uitgebreide controlebevoegdheden (§ 11 AV) (1).

(1) § 11 AV vangt aan als volgt : 'Den Zertifikat-Inhabern stehen sämtliche gesetzlich zugelassenen Kontrollbefugnisse gegenüber der DII und der Treuhand-Bank zu.'

Ze hebben het recht de boeken in te zien en te verifiëren. Dit recht is als volgt georganiseerd. Elke deelnemer kan een vergadering van certificaathouders doen samenroepen. Diegenen, die een onderzoek wensen, stellen dan drie afgevaardigden aan, die de inzage van de boeken en de verificaties zullen verrichten. De kosten die hieraan verbonden zijn worden aangerekend aan de deelnemers, die het onderzoek gevorderd hebben.

Al de elementen op het vlak van de persoonlijke verhoudingen tussen de certificaathouders samenvoegend komt E. MARTINI tot de conclusie dat tussen hen een vennootschap bestaat. Het vermogensrechtelijke aspect van die vennootschap zou evenwel niet beheerst worden door de regels van de, volgens de wet uit de vennootschapsovereenkomst volgende vermogensregeling, de 'Gesamthand' (het gezamenlijk bezit), maar wel door de in de AV gekozen 'breukdeelgemeenschaps'-regels. (zie hiervoor verder, onder n° 41 e.v.)

d. Het certificaat (der Anteilschein)

33. Zo gunstig de fiscale voorschriften de houders van certificaten behandelen door ze als rechtstreekse eigenaars van onroerend goed te beschouwen, evenzo ongunstig wordt een tweede en verdere overnemer van een 'Treuhandfonds'-aandeel behandeld.

Vooreerst verliest de tweede koper een deel van de afschrijvingsmogelijkheid. Vervolgens betaalt hij 7 % 'Grunderwerbststeuer' en dat niet alleen op de nominale waarde van het certificaat, dat hij koopt, maar op het overgenomen 'Gesamtanteil' aan het fonds, d.w.z. op het overgenomen eigen en vreemd kapitaal (bijv. 1000 DM certificaatskapitaal + 2000 DM vreemd kapitaal)/(1)

(1) Een KG-fondscertificaat is daarentegen vrij van deze belasting omdat geen 'grond of gebouw' wordt verkocht maar een commanditair aandeel.

Een verdere koper voor een certificaat zal dus moeilijk gevonden worden. Ook wie als eerste houder zijn stuk wil van de hand doen heeft moeilijkheden. Voor eigenaars van gebouwen, en dus ook voor de met hen gelijkgestelde certificaathouders van fondsen, die van de bijzondere afschrijving van § 53, 3 EStG (en van de vroegere versie van § 7bEStG) genieten, bestaat een vervreemdingsverbod van 12 jaar i.v.m. die gebouwen of certificaten. (1) Verhandelbaarheid van de certificaten bestaat dus praktisch niet, royalement evenmin. De liquiditeit van deze beleggingsvorm is op haar kleinst. De certificaathouders moeten bovendien aan de fondsdirectie bekend zijn, vooreerst om rechtstreeks in hunnen Hoofde de belasting te berekenen, vervolgens om de deelnemers in te schrijven in het 'Grundbuch' (Vormerkung). Certificaten luiden dus op naam.

Het zijn geen waardepapieren : als gerechtigde geldt wie in het certificaatsboek van de beheerder ingeschreven is als eigenaar ervan, (§ 2 AV) niet de houder. De certificaten zijn 'Vertragsurkunden', ze hebben geen 'Legitimationswirkung' maar dienen slechts om het bewijs te vergemakkelijken. Het papier heeft dus de waarde van een 'Schuldschein'(2). Overdracht ervan geschiedt door overeenkomst (§ 398 BGB) en betekening van de overeenkomst aan de beheerder (§ 9 AV). Voor mensen met hoge inkomens (zoals bij KG-fondsen), die hun geld, zij het dan beperkt tot maximum 10.000 DM, voor 30 jaar en meer kunnen immobiliseren zijn deze projecten ideaal. Van een mobilisering van het onroerend-goed-bezit ligt dit evenwel ver af.

(1) Zie U. WECHSLER, op.cit., p. 61

(2) Aldus E. MARTINI, op.cit., p. 31 en p. 103. 'Schuldschein' in de zin van § 371 en § 952 BGB.

Als men niet zozeer de mobilisering van vastgoedbezit maar wel de directe relatie tussen beleggen en belegging op de voorgrond wil stellen, dan is deze laatste in de 'Treuhand'-fondsen zeker zo optimaal mogelijk gerealiseerd. (1).

(1) Zie W. REICHEL Die rechtliche Konstruktion der Immobilien - 'Investments',

§ 3. 'Mede-eigendomsfondsen'

34. De beschrijving van de mede-eigendomsfondsen, zoals hieronder voorgesteld, is door de wet van 28 juli 1969, 'tot wijziging en uitbreiding van de wet 1957 op de beleggingsvennootschappen' achterhaald. De mede-eigendomsfondsen waren de enige vastgoedfondsen die volgens het 'open-end' principe waren opgebouwd en ressorteren daarom onder de nieuwe wet. Van de onrechtstreekse mede-eigendomsformule schakelen ze nu over naar de door de wet van 1969 voorgestelde 'Trust-constructie'. Het is nochtans leerrijk de door de praktijkjuristen - vóór de wet - opgebouwde constructie en de kritische evaluatie ervan door auteurs weer te geven. De opgebouwde constructie is namelijk niet enkel voor het Duitse rechtssysteem aanwendbaar maar zou kunnen gebruikt worden in alle landen waar zowel de rechtstreekse mede-eigendom van velen aan onroerend goed als de vennootschapsvorm minder aangepast zijn aan de vereisen van een groot 'open-end' vastgoedfonds.
- In een eerste gedeelte volgt nu een beschrijving van deze medeëigendomsformule ; in een tweede gedeelte worden de hoofdtrekken van de wet van 28 juli 1969 getekend.

A. De 'mede-eigendomsfondsen' voor de wet van 1969

35. Vier Duitse vastgoedfondsen werden 'mede-eigendomsfondsen' genoemd (1). De mede-eigendom van de certificaathouders had evenwel geen betrekking op gronden en gebouwen, welke de uiteindelijke belegging zouden uitmaken, maar wel aan een pakket aandelen van en vorderingen uit hypothecaire leningen aan een 'voorgeschakelde' vennootschap, die als juridisch eigenaar van de gronden en gebouwen fungeerde.

Rechtstreekse mede-eigendom aan gronden als formule voor beleggingsfondsen stuit in Duitsland op de volgende moeilijkheden. Voor de overdracht van eigendom aan grond is er een levering en een inschrijving in het 'Grundbuch' nodig. De levering en de meestal daaraan onderliggende koop-overeenkomst vereisen een notariële akte (resp. § 925 en § 313 BGB) (2). Verder moet de overdracht ingeschreven worden in het 'Grundbuch' (§ 873 BGB). Voor een groot fonds met een veelheid van onbekende en wisselende certificaathouders is het ondoenbaar al deze deelnemers in de verschillende aktes betreffende elk grondstuk te doen inschrijven.

(1) Het 'Internationales Immobilien Institut', AG is de initiatiefnemer voor het III-fonds nr 1 en III-fonds nr 2. Verder is er het CO - OP Immobilienfonds, gestart door de 'Bank für Gemeinwirtschaft', de 'Gross-Einkaufs-Gesellschaft' en het 'Zentralverband deutscher Konsumgenossenschaften'. Tenslotte bestaat het 'DESPA-Fonds', met als initiatiefnemer de 'Deutsche Sparkassen-Immobilien-Anlagegesellschaft', welke op haar beurt werd gesticht door de gezamenlijke 'Girozentralen' in de Bondsrepubliek. Voor verdere gegevens nopens deze fondsen kunnen we verwijzen naar H. BERGMANN, in 'Der Volkswirt', 1969, N° 6, p. 46-48 onder de titel 'Was die Offenen Fonds leisten'.

(2) Voor de levering is ook het 'Grundbuchamt' bevoegd 'voor geleverd' te verklaren. (§ 925 BGB)

Dit kan enkel opgelost worden door de eigendom over te dragen aan een juridische persoon (of een natuurlijke persoon in sommige hypothese), die nauw met de certificaathouders verbonden is. De meest nauwe verbondenheid lijkt dan gerealiseerd te worden in de constructie waarbij een juridisch persoon optreedt als eigenaar, juridisch persoon, waarvan de certificaathouders de economische 'dragers' zijn. Stelt men de deelnemers in de positie van de aandeelhouders van deze juridische persoon, richt men, m.a.w. een beleggingsvennootschap op, dan moet het hele project beperkt blijven omwille van de onmogelijkheid tot royement enz... (1). De andere mogelijkheid in dit verband is de aandelen en schuldbrieven als een apart vermogen te beschouwen waarvan de deelnemers mede-eigenaars zijn, wat o.m. de mogelijkheid tot royement wel geeft, een kleinere 'Stückelung' biedt en waarbij dit roerende vermogen niet in trust-eigendom van de beheerder hoeft te staan, maar in eigendom van de beleggers zelf, wat moeilijkheden bij faillissement van de beheerder-eigenaar ^{uit}insluit.

36. Het oudste vastgoedfonds, een mede-eigendomsfonds, in Duitsland, het Internationales Immobilien-Fonds nr. 1, werd in 1958 door twee grote Beierse banken (2) opgezet. In 1968 bedroeg de waarde van het fonds (hier : het certificaatskapitaal) 236,7 milj. DM, verdeeld over 1.540.000 certificaten (3).

(1) Zie hierover n° 4.2.

(2) de 'Bayerische Hypotheken-und Wechselbank' en de 'Bayerische Vereinsbank'

(3) In 1967 bedroeg het belegde vermogen 220.285.700 DM, bestaand uit : 92 milj. waarde van de aandelen (nominaal 54 milj.) van de voorgeschakelde vennootschap, 121 milj. leningen aan die vennootschap, 6 milj. vaste rentedragende waardepapieren en 30 aandelen aan een Zwitsers vastgoedfonds, ter waarde van 25.648 DM

Hiermee werden een 80-tal projecten gerealiseerd, verdeeld over verschillende, vanuit economisch standpunt soliede, 'Grossräume', t.w. Frankfurt (34 % van de projecten), München (15,2 %), Mannheim-Heidelberg (10 %) Bonn-Köln-Düsseldorf (10,6 %) en verder enkele kleinere kernen. De opgerichte gebouwen bestaan voor 48 % uit projecten met enkel woonruimte, 17 % enkel bedrijfsruimte (kantoren en winkelruimte) en 35 % gemengde projecten. (1) (2). De certificaten van het III-fonds nr 1, die in 1959 aan 100 DM werden uitgegeven stonden per 31.12.'68 aan 153,7 DM genoteerd. Rekent men de waardeinstijging en de reeds uitgekeerde opbrengst samen dan heeft de certificaathouder van 1959 tot 1968 104 DM op zijn certificaat genoten.

a. 'Das Vierecksprinzip'(3) in de beleggingsorganisatie

37. Vier partijen zijn bij het III-fonds betrokken. Eigenaar van de gronden en gebouwen waarin belegd wordt is een vastgoedvennootschap (Immobilien-AG). Haar taak is het aankopen, laten bouwen, beheren en verkopen van immobiliën. De aandelen van deze vennootschap worden aangekocht met de gelden uit de certificatenverkoop en verder worden haar grote rentedragende leningen toegestaan, eveneens met de opbrengst van de certificatenverkoop.

-
- (1) De daaraan corresponderende huuropbrengst is als volgt samengesteld : 57,1 % woonhuur, 14,5 % voor winkelpanden, 24,7 % voor andere bedrijfsruimte (burelen) en 3,7 % garages.
- (2) Bronnen van deze cijfergegevens : U. WECHSLER, op.cit., p. 67-68, H. BERGMANN, in 'Der Volkswirt', 1969, 6, p. 47-48 en het 'Bericht über das Geschäftsjahr' van de III-AG.
- (3) Terminologie van E. MARTINI, op. cit., p. 20 naar analogie met de organisatie van de 'Kapitalanlagegesellschaften' (KAG), roerende waarden fondsen, waar de verhouding tussen de certificaathouders, de depot-bank en de beheerder als 'das Dreiecksprinzip' wordt aangeduid.

Deze aandelen en vorderingen uit leningen maken het fonds-vermogen uit, waarvan de certificaathouders mede-eigenaars (resp. mede-schuldeisers) 'naar breukdelen' zijn. Het beheer van het fonds d.w.z. de emissie van certificaten, het toezicht op de vastgoedvennootschap enz... is opgedragen aan een beheersvennootschap (Verwaltungs-AG) (1).

Tenslotte is er een zogenaamde 'Treuhand'-bank, die de tot het fonds behorende stukken bewaart en bepaalde controlebevoegdheden heeft tegenover de beheerder, bevoegdheden in het belang van de certificaathouders.

b. De organisatie van de belegging

- 38.1. De vastgoedvennootschap koopt of laat bouwen, beheert en verkoopt de onroerende goederen. De opbrengst van haar werkzaamheid wordt in de 'Körperschaftssteuer' belast (2). Belangrijk hierbij is dat de vastgoedvennootschap afschrijvingen doet en wederbelegt, dit in tegenstelling met de twee reeds besproken fondsen. Wat na belasting overblijft kan aan de aandeelhouders, het fonds doorgegeven worden, en is in hoofde van de certificaathouders inkomen uit kapitaalvermogen of bedrijfswinst (Gewinn aus Gewerbebetrieb), waarop nogmaals belasting wordt geheven.(3). Deze dubbele belasting zou onbillijk zijn vergeleken met de gewone grondbezitter, een onbillijkheid veroorzaakt door de voor het burgerlijk recht noodzakelijke constructie van een 'voorgeschakelde' juridische eigenaar. De oplossing om de inkomsten uit de onroerende goederen zonder 'voor'-belasting naar het fonds over te hevelen zal uiteraard zijn : de vastgoedvennootschap geen winst te laten maken door α , zoals bij KG-fondsen en 'Treuhand'-fondsen, met veel vreemd kapitaal te doen werken kapitaal waarvan de te betalen intrest (4) en de aflossing

-
- (1) Deze beheersvennootschap is de 'Internationales Immobilien Institut', AG, de initiatiefnemer naar wie het fonds genoemd is.
- (2) Met 15%, § 19,1,2 Körperschaftssteuergesetz (KStG), en § 1,1 1, KStG.
- (3) Resp. § 2,3,5, in verband met § 43,1,1 EStG en § 2,3,2 in verband met § 4 en § 5 EStG.
- (4) Welke variabele is

de gehele netto-huuropbrengst opslorpen. Hier is het 'vreemde' kapitaal wel vreemd in die zin dat het geen aandelenkapitaal is maar van de certificaathouders zelf afkomstig is, die precies de 'dragers' van de vennootschap zijn, haar aandeelhouders.

In plaats van reeds door de 'Körperschaftssteuer' voorbelaste dividenden ontvangen de certificaathouders rechtstreeks, zonder voorafgaandelijke afhouding, rente op toegestane leningen (1).

Deze vastgoedfondsen kunnen van deze techniek gebruik maken op grond van een overeenkomst met de 'Finanzverwaltung' waarbij de percentages 'vreemd' kapitaal in de financieringsrelatie worden vastgesteld. Binnen deze marges (bijv. 25 eigen kapitaal / 75 vreemd kapitaal) zullen de uitkeringen van het fonds niet als verdoken winstuitkering beschouwd worden. De intrest op de leningen mag evenmin boven de kapitaalmarkt-intrest liggen, zoniet worden de deze markt-intrest overschrijdende bedragen als dividend beschouwd.(2)

-
- (1) Hierin verschilt deze techniek met die van de 'Steuer-orientierte' fondsen : het 'vreemde' kapitaal in het III-Fonds dient om de opbrengst van de immobiliën langs de rente op dit kapitaal aan de certificaathouders door te geven. Bij de andere fondsen dient het 'echt vreemd' kapitaal om de afschrijvingsbasis te vergroten, waarbij de opbrengst door de afschrijvingen (niet van dit kapitaal, dus niet de delging, maar afschrijvingen van de onroerende goederen) wordt opgeslorpt en zonder belasting aan de certificaathouders wordt doorgegeven. Echte afschrijvingen worden niet gedaan, wederbelegging dus evenmin.
- (2) Tot hier toe werd de mogelijkheid behandeld om aan de 'Körperschaftssteuer' te ontkomen. 'Gewerbsteuer' (belasting op bedrijfswinst) en 'Gewerbekapitalsteuer' (belasting op bedrijfskapitaal) worden niet betaald. 'Grundbesitzsteuer', een bijzondere belasting op zaken, ongeacht de financieringswijze wordt, net zoals bij de andere fondsen, wel geheven. 'Grunderwerbsteuer' wordt eveneens door elk vastgoedfonds betaald. Vermogensbelasting wordt niet betaald : de leningen overschrijven (als schuld) de waarde van het vermogen. Mede-eigendomsfondsen moeten, in tegenstelling tot de andere fondsen, wel de 'Gesellschaftssteuer' dragen (2,5 %) bij oprichting en kapitaalverhoging van de immobiliënvennootschap. Zie voor verdere bijzonderheden : U. WECHSLER, op.cit., p. 77-78

De 'Finanzverwaltung' toonde zich hier heel wat gunstiger dan tegenover andere vennootschappen die dezelfde techniek in de moeder-dochter relatie aanwenden. De redelijke bedoeling om kleine beleggers een niet- 'geamputeerde' vastgoedopbrengst te laten genieten gaf daarvoor de doorslag.

38.2. Het deel van het fondsvermogen dat uit leningen aan de vastgoedvennootschap bestaat kan ten voordele van de certificaat-houders zakelijk gezekerd worden. (1) Hiervoor wordt het praktisch ongebruikt (2) instituut van de 'Grundschuldbrief auf den Inhaber' aangewend. Door een 'Grundschuld' dient een onroerend goed tot zekerheid voor de betaling van een bepaalde som aan de gerechtigde tot de schuldvordering (3). Deze 'Grundschuld' kan vastgesteld worden in een 'Grundschuldbrief auf den Inhaber' (aan de eigenaar van het stuk papier). Dergelijke 'Grundschuldbrief' wordt dan geregeld door de bepalingen betreffende de 'Schuldverschreibungen auf den Inhaber' (4). De beheersvennootschap treedt op als 'Grundbuchvertreter' voor de gemeenschap van certificaat-houders. (Volgens § 1189 BGB)

38.3. De constructie van een als juridisch eigenaar voorgeschakelde vennootschap impliceert dat tussen deze vennootschap en het 'fonds' de meest enge band bestaat.

(1) Voor aandelen geldt dit uiteraard niet.

(2) Aldus E. MARTINI, op. cit., p. 22

(3) § 1191 BGB, vergelijk met § 1113 (Hypotheek)

(4) § 793 - 807 BGB. § 793 luidt : Indien iemand een oorkonde opstelt, waarin hij aan de eigenaar ervan een betaling (in de algemene betekenis) belooft, dan kan de drager van het papier deze betaling verlangen, zij het dat hij geen beschikkingsbevoegdheid over de oorkonde heeft. De opsteller van de oorkonde zal evenwel ook bevrijd zijn door de betaling aan een niet tot beschikken bevoegde drager.

Daarom worden ALLE aandelen (1) van de vennootschap met de fondsgelden aangekocht. Door dit aandelenbezit wordt de vastgoedvennootschap beheerst. Wettelijk gebeurt dit langs de bevoegdheden, welke onmiddellijk aan de algemene vergadering werden gegeven (§ 118 - § 120 AktG), langs de 'Aufsichtsrat', welke door de algemene vergadering benoemd (§ 119, 1, 1 AktG) en toezicht houdt op het beheer (§ 111 AktG). Tenslotte is er het ultiem drukingsmiddel van de weigering tot goedkeuring der balans (172 en § 173 AktG). Gemeenschappelijk vertegenwoordiger voor alle certificaathouders, die gezamenlijk, 'naar breukdelen', eigenaars zijn van de aandelen, is de fondsbeheerder (2). (3)

-
- (1) Aldus de VO (Verwaltungsordnung) voor het III-Fonds nr 2. In § 10, 1 luidt het : 'Üebernahme der gesamten Kapitalausstattung der Gesellschaft...' In § 10, 1 VO voor III-Fonds nr 1 is er sprake van meerdere vastgoedvennootschappen, waarvan de aandelen (niet allemaal) kunnen gekocht worden : 'Erwerb von Beteiligungen an vom III massgeblich beeinflussten Immobiliengesellschaften.'
- (2) Volgens ~~§ 69, 1 AktG~~ 'Steht eine Aktie mehreren Berechtigten zu, so können sie die Rechte aus der Aktie nur durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausüben'. (Vgl. met § 741 BGB : 'Steht ein Recht mehreren gemeinschaftlich zu....') Een aandeel is immers ondeelbaar (§ 8, 3 AktG). Bij het 'Co-OP Immobilienfonds' wordt het stemrecht opgedragen aan de 'Treuhänder'-bank, die de belangen van de certificaathouders vertegenwoordigt en bewaarder is van de aandelen. (§ 20, a VO van juni 1966) Bij de III-Fondsen is deze taak krachtens § 10, 1, § 14, § 17, 2 VO aan de beheersvennootschap overgedragen. De interessen van de certificaathouders tegenover de vastgoedvennootschap worden door de beheerder waargenomen. Deze werkt eigenlijk samen met voornoemde vennootschap de beleggingspolitiek uit. Als correctief worden daarom de belangen van de certificaathouders tegenover die beheerder door de 'Treuhänder'-bank waargenomen.
- (3) § 17 VO vangt als volgt aan : 'Das III (de beheerder) nimmt im Rahmen der Verwaltung des Fonds die Rechte der Zertifikatsinhaber gegenüber Dritten NACH SEINER WAHL ALS DEREN VERTRETER ODER IM EIGENEN NAMEN war.' Indien ze het stemrecht uit de aandelen in eigen naam wil waarnemen (indirecte vertegenwoordiging), wat men 'Legitimationsübertragung' noemt, hoeft de beheersvennootschap voor de uitoefening van dit stemrecht slechts het bedrag en de aard van de aandelen, afzonderlijk van haar eventueel eigen aandelen, aan te geven. .../...

.../...

(Aangifte aan de beheerders van de vastgoedvennootschap, die volkomen gecontroleerd wordt !) Indien de beheersvennootschap als directe vertegenwoordiger wil optreden, dan heeft ze een schriftelijke volmacht der certificaat-houders nodig. (§ 134, 3 AktG)

Voor 'Krediteinstellingen' voorziet § 135, 1, 1 AktG nog verdere en strenge vormvoorschriften. E. MARTINI komt er na een analyse van het streng te interpreteren begrip 'Kredietinstelling' (uit het 'Kreditwesengesetz', § 1, 1, 1-9 KWG) toe te stellen dat de vastgoedfondsen niet als zodanig te beschouwen zijn en niet een bijzondere volmacht nodig hebben. De bedoeling van § 135, 1, 1 is de bescherming van de aandeelhouders : het moet duidelijk zijn dat ze vertegenwoordigd zijn door een kredietinstelling. MARTINI is van oordeel dat de rechtsverhoudingen bij het vastgoedfonds duidelijk genoeg zijn door de volledige controle in het belang van die aandeelhouders, en dat dus verdere hinderlijke vormvoorschriften achterwege kunnen gelaten worden. MARTINI, op. cit., p. 128-132. Over dit begrip Kredietinstelling, zie A. BARCHEWITZ en J. NIELSEN (bew.), Das Bankrecht, Bleckede an der Elbe, 966, p. 9-16.

Door de nieuwe wet van 1969 (zie nr 46) wordt bepaald dat de beheersvennootschap een kredietinstelling is.

38.4. De beheerder voert in opdracht van de certificaathouders de controle. Hij heeft er voor te zorgen dat de vastgoedvennootschap bij aankoop en verkoop van immobiliën binnen het raam van een ordentelijke beleggingspolitiek blijft. Van de aangekochte gebouwen moet een regelmatige jaaropbrengst te verwachten zijn en gronden mogen slechts aangekocht worden om er zelf op te bouwen. Bepaalde immobiliën (hotels in kuuroorden enz...) zijn per se uitgesloten (§ 11 VO). Slechts wanneer een project de goedkeuring van de beheersvennootschap wegdraagt zal deze de fondsgelden ter beschikking van de voorgeschakelde vastgoedvennootschap stellen. De beheerder heeft eigenlijk de centrale functie in de organisatie : meer dan alleen maar controlerechten uitoefenend zal zij in samenwerking met de vastgoedvennootschap de beleggingspolitiek voeren.

Daarom moeten ook de certificaathouders gewaarborgd worden tegen een te ver doorgedreven identificatie van de beheersvennootschap met de vastgoedvennootschap. Allereerst worden alle fondsgelden op een rekening geplaatst waarover de beheerder slechts samen met de zgn. 'Treuhänder'-bank beschikken kan. Deze bank mag zulke beschikkingen over de fondsgelden slechts toelaten wanneer de tegenwaarde ervan effectief ten voordele van de certificaathouders (in immobiliën) aangewend wordt. Voor projecten, die meer dan één miljoen DM bedragen moet een bijzonder expertencollege 'gehoord' worden. (1). Daarbuiten wordt voor elke beleggingsoperatie, ongeacht het bedrag, het advies van dit expertencollege ingewonnen.

(1) Dit expertencollege bestaat uit minstens 5 deskundigen die door de 'Treuhänder'-bank aangeduid worden. Voor de benoeming worden ze, om een echte controle te hebben, voorgesteld aan het 'Bayerische Staatsministerium' für Wirtschaft und Verkehr dat binnen twee weken zijn veto kan stellen ; § 19, 3 VO.

39. KG-fondsen en 'Treuhand' -fondsen, wat inhoudt dat slechts een bepaald kapitaal wordt aangetrokken en verder geen certificaten worden teruggenomen of gecreëerd. Het zijn bovendien project-fondsen : per groot project, dat op voorhand klaar omliggend is en aan de certificaathouders als belegging wordt voorgesteld, wordt er een fonds opgericht. Op het vlak van het beheer kan men dit laatste vergelijken met de zgn. 'fixed trusts' (1).

De mede-eigendomsfondsen daarentegen zijn open fondsen : certificaten worden naargelang de vraag teruggenomen of gecreëerd. Het betreft hier geen project-fondsen : met de gelden van de certificaathouders worden onbeperkt immobiliën aangekocht en verkocht, waarvan de deelnemers van te voren slechts weten dat ze tot een categorie redelijk-opbrengende gebouwen zullen behoren. Hierin gelijken deze fondsen op de 'managed trusts'. (2)

Op dubbel vlak worden er in de Verwaltungsordnung algemene regelen voor het beleggingsbeheer voorzien. Vooreerst op het vlak van het plaatsen der fondsgelden : luidens § 10, VO, mogen deze aangewend worden voor de aankoop van aandelen van de vastgoedvennootschap, voor leningen aan deze vastgoedvennootschap en tenslotte voor het verwerven van certificaten van andere vastgoedfondsen (bijv. als tijdelijke belegging van gelden die nog niet in gebouwen kunnen geïnvesteerd worden). Op het vlak van de werking van de vastgoedvennootschap, de eigenlijke belegging in onroerend goed, zijn er algemene criteria aangegeven en bepaalde immobiliën uitgesloten. (§11VO)

- (1) Over de begrippen 'fixed trust', 'unit fixed trust' en 'managed trust', 'unit flexible trust', 'discretionary trust' zie : J.P. SENN, Les Sociétés d'investissement en droit français et comparé, Parijs, 1958, P. 21 e.v.
- (2) 'Managed trust' : de beheerder is slechts gebonden aan algemene directieven betreffende de belegging. Deze formule staat tussen de 'fixed trust' en de 'discretionary trust'. (Bij deze laatste is de beheerder volkomen vrij)

c. De relatie tussen de certificaa houders onderling

40. In 'Rechtliche Probleme des Immobilienzertifikates' (p. 37-77) wil E. MARTINI aantonen dat de certificaa houders van de III-fondsen onderling een vennootschapsovereenkomst hebben gesloten.

Hierbij stuit hij echter op de moeilijkheid dat een vennootschap naar burgerlijk recht (zonder rechtspersoonlijkheid, § 705-§ 740 BGB) in haar vermogensrechtelijk aspect een 'Gesamthandvermögen' (gezamenlijke eigendom) uitmaakt, (1) terwijl § 2, 1 van de III-VO uitdrukkelijk stelt dat de deelnemers 'an den Vermögenswerten des Fonds NACH BRUCHTEILEN (Gemeinschaft nach Bruchteilen) § 741- § 758 BGB) (2) als Miteigentümer oder als Gläubiger beteiligt sind'.

Aan de auteur rest het dan te bewijzen dat de rechtsgenoten een vennootschap kunnen oprichten, zodat hun persoonsrechtelijke verhoudingen door de regels betreffende de burgerlijke vennootschap beheerst worden, maar daarbij echter in de vennootschapsovereenkomst kunnen stipuleren dat hun vermogensrechtelijke relaties de regels van de breukdelengemeenschap zullen volgen.

- 40.1. Hierbij vertrekt hij van een studie van Karl LARENZ (3) over de systematiek in de verhouding vennootschapsrecht - gemeenschapsrecht, meer bepaald de verhouding 'Gesamthand' (gezamenlijke eigendom) - 'Gemeinschaft' (deel-eigendom).

(1) Zie § 719, 1 BGB : EIN GESELLSCHAFTER KANN NICHT UBER SEINEN ANTEIL AN DEM GESELLSCHAFTSVERMOGEN UND AN DEN EINZELNEN DAZU GEHÖRENDEN GEGENSTÄNDEN VERFÜGEN ; ER IST NICHT BERECHTIGT TEILUNG ZU VERLANGEN.

(2) Vergelijk § 747 BGB met het hierboven geciteerde stuk uit § 719 : JEDER TEILHABER KANN UBER SEINEN ANTEIL VERFÜGEN ... en verder § 749 : JEDER TEILHABER KANN JEDERZEIT DIE AUFHEBUNG DER GEMEINSCHAFT VERLANGEN.

(3) K. LARENZ, in Jherings Jahrbuch, Bd. 83, p. 108 e.v. bij MARTINI geciteerd op p. 52

Gemeenschap ontstaat wanneer een 'Recht mehreren gemeinschaftlich zusteht' (§ 741 BGB). Hierbij wordt wel eens gesteld dat bij de gemeenschap het recht gedeeld is. (1) LARENZ meent in dit verband dat er in het Duitse rechtssysteem geen gedeeld of ongedeeld maar alleen een aandeelsmatig gerechtigd-zijn van meerdere personen bestaat, zowel in het geval van de 'toevallige rechtsgemeenschap' (de litteratuurbenaming van de breukdelengemeenschap) als in dat van de gezamenlijke eigendom (2). Het structurele onderscheid tussen beide is het volgende. De zgn. 'toevallige rechtsgemeenschap' is hoofdzakelijk een, samen met anderen, gerechtigd zijn tot een deel van een gemeenschappelijk recht (primair is ze rechtsgemeenschap). Daarbuiten bestaat er wel een band tussen de medegerechtigden, maar het behoren tot deze groep volgt uit het medegerechtigd zijn tot hetzelfde recht en de regeling van de onderlinge verhoudingen wordt volkomen bepaald door de opdeling van het gemeenschappelijk recht. (secundair is er een personengemeenschap.)

De vennootschap daarentegen is in hoofdzaak een band tussen personen (primair personengemeenschap) en de aard en de omvang van de bevoegdheden ten aanzien van wat men gezamenlijk heeft volgt uit de regeling van de verhoudingen in de personengemeenschap (secundair is er rechtsgemeenschap).

40.2. Omdat nu bij een vennootschap de persoonsverhoudingen primair staan kan men stellen, aldus MARTINI, dat er ook een vennootschapsovereenkomst aanwezig is wanneer meerdere personen zich verbinden een gemeenschappelijk doel na te streven, zonder

(1) Hieromtrent besluit LARENZ : 'dat het gemeenschappelijk recht niet gedeeld is, maar in aandelen opgesplitst (Anteilrechte), die van het gemeenschappelijk recht niet alleen kwantitatief maar ook kwalitatief verschillen, verder met mekaar verbonden blijven en gezamenlijk het gehele recht uitmaken. Aldus gecit. bij MARTINI, p. 53

(2) Geciteerd bij MARTINI, op.cit., p. 53

daarbij, op het vermogensrechtelijk vlak, een 'Gesamthandvermogen' te laten ontstaan, meer bepaald door dat laatste bij overeenkomst uit te sluiten (1) en te opteren voor een andere regeling, zoals gebeurd in § 2, 1 VO. Blijft dan de vraag of de certificaathouders van het III fonds, afgezien van het vermogensrechtelijk aspect, een vennootschap uitmaken.

- 41.1. Een vennootschap ontstaat wanneer meerdere personen zich bij overeenkomst ertoe verbinden een gemeenschappelijk doel na te streven op de wijze die in de overeenkomst is gesteld, en in 't bijzonder de overeengekomen inbreng te doen. (2) De essentiële elementen zijn dan (a) een doel nastreven, (b) het afsluiten van een overeenkomst, (c) de verplichting voor ieder om inbreng te doen en (d) een personengemeenschap.
- 41.2. Doel in de zin van § 705 BGB is 'das betreiben eines Gewerbes in der zur Gewinnwirtschaftung erforderlichen Weise'.

(1) Dit moet uitdrukkelijk gebeuren. Immers de 'Gesamthand' is krachtens de wet het instituut dat de vermogensrechtelijke verhoudingen zal regelen. Deze regel van de wet is er echter op de eerste plaats omdat de wet meent daardoor de realisatie van het gemeenschappelijk doel ter hulp te komen. De regel is er niet in het belang van derden. Daarom kunnen de vennoten, wanneer dat voor het doel dat ze zich gesteld hebben beter uitkomt, van deze regel afwijken. MARTINI op. cit., p.55 Zie ook K.LARENZ Schuldrecht, II, München, 1968, § 56, V, a, p. 303.

(2) Aldus § 705 BGB ; Voor verdere bepalingen : Zie A. HUECK, Gesellschaftsrecht, München, 1965, p. 22, K. LARENZ, op. cit., § 56, I, p. 284 : een op een overeenkomst gebaseerde rechtsverhouding, waarbij meerdere personen zich tegenover elkaar verplichten een gemeenschappelijk deel na te streven en daardoor tot een personengemeenschap zonder rechtsbevoegdheid of rechtspersoons-organisatie maar met, in algemene regel, een gezamenlijk vermogen, verbonden zijn.

Gemeenschappelijk is dit doel wanneer zijn verwezenlijking voor alle vennoten een gemeenschappelijk voordeel betekent (1). Gemeenschappelijk doel bij de III-fondsen is de belegging in vast goed. Eenmaal een basisvermogen verworven wordt hiermee gewerkt om door de aankoop van nieuwe en meerdere immobiliën (open fonds -flexibel beheer of managed trust) tot optimale waardeestijging, risicobeperking en rendabiliteit te komen. (2) Deze dynamische belegging is niet aanwezig bij de DII-fondsen. Een doel in de zin van § 705 BGB hebben ze, volgens MARTINI, echter wel : door de afschrijvingen te benutten realiseert het DII-fonds een gemeenschappelijk voordeel. Dit doel zal evenwel bereikt zijn wanneer de tijd, gedurende dewelke deze verhoogde afschrijvingsmogelijkheden aanwezig zijn, verstreken is.

Ook werd een vennootschapsovereenkomst gesloten tussen de certificaathouders, welke mekaar evenwel niet kennen (3). Daartoe geven ze, door de aankoop van een certificaat, hun toestemming aan de beheerder, die dan niet alleen als vertegenwoordiger van ieder der deelnemers deze toestemming in ontvangst neemt. (4).

Evenzo is aan het derde vereiste voor het bestaan van een vennootschap, de inbreng, voldaan. Iedere certificaathouder start zijn bijdrage bij het kopen van zijn certificaat d.w.z. bij het toetreden tot de vennootschap.

-
- (1) Aldus resp. BALLERSTEDT en STAUDINGER-KESSLER, gecit. bij MARTINI, op. cit., p. 58
 - (2) Hierin is een verder verschil tussen vennootschapsactiviteit en mede-eigendomsbeheer : een vennootschap werkt door, heeft een 'werbende' activiteit ; daarom wordt er een zaakvoerder aangesteld. Bij gewone mede-eigendom verwerft men een goed en verder bestaan alleen nog beheersregelen i.v.m. het behouden van wat verworven is. Aldus E. MARTINI, op. cit., p. 60-65.
 - (3) Wat niet per se vereist is. Het is wel 'quod plerumque fit' doch geen basisbeginsel in het vennootschapsrecht dat de vennoten mekaar kennen. Voldoende is dat de certificaathouder zich er van bewust is dat hij zich verbindt tegenover anderen, die hetzelfde willen. Aldus E. MARTINI, op. cit., p. 70 alwaar de andersluidende stelling van MEYER-CORDING wordt besproken.
 - (4) Deze mogelijkheid van het geven van de toestemming wordt door de rechtspraak aanvaard : Zie E. MARTINI, op.cit. p. 71.

Het laatste element, de aanwezigheid van een personengemeenschap, manifesteert zich, aldus LARENZ, (1) hierin dat er voor de gemeenschappelijke aangelegenheden een regeling bestaat nopens wie terzake de beslissingen treft en hoe die gecontroleerd worden. Dergelijke regeling ligt, wat de III-fondsen betreft, vervat in de 'Verwaltungsordnung'. Alleen m.b.t. de controlerechten van de vennoten, i.c. de certificaathouders, lijkt er een moeilijkheid te ontstaan.

Aan de deelnemers zijn hoegenaamd geen vergelijkbare bevoegdheden toegekend. Gaan ze niet akkoord met het beheer van het fonds dan blijft hen slechts de mogelijkheid het fonds te verlaten. (2) Wel hebben de certificaathouders, door het toestemmen in de Verwaltungsordnung aan een bank opdracht gegeven in hun belang de hun normaal toekomende controlerechten uit te oefenen. De omvang van die controle is zelfs ruimer dan de normale voorzieningen in de wet. (§ 709 - § 716 BGB) en gaat zelfs tot beperkingen op de bevoegdheid van de beheerder als bijv. de clausule dat de beheerder slechts samen met de zgn. 'Treuhänder'-bank over de tegoeden van het fonds mag beschikken. De vraag is echter of door de instelling van deze 'Treuhänder' voldaan aan de vereiste dat de vennoten toezichtsrechten moeten hebben, welke 'Grundsätzlich höchstpersönlich' en dus niet overdraagbaar zijn.

E. MARTINI meent hierop positief te kunnen antwoorden. De grondregel dat de controlerechten persoonlijk zijn dient, aldus de auteur, tot bescherming van de vennoten, nl. als waarborg dat geen buitenstaanders inzage zouden krijgen, en zich mengen, in het beheer van de vennootschap. Daarmee evenwel niet vergelijkbaar aldus de auteur, is de situatie zoals ze hier voorkomt, waarbij alle vennoten gezamenlijk in de vennootschapsovereenkomst een derde aanstellen en hem de uitoefening van hun controlerechten opdragen.

- 41.3. Nu duidelijk is dat aan de vier vereisten van § 705 BGB voldaan is kan men stellen, aldus MARTINI, dat tussen de certificaathouders van III-certificaten, evenals die van de DII-Certificaten, een vennootschap bestaat. Het gezamenlijk vermogen (Gesamthand) werd als vermogensrechtelijk gevolg van deze vennootschapsovereenkomst contractueel uitgesloten met als gevolg dat de algemene regeling van § 741 e.v. BGB (breukdeeleigendom) van toepassing wordt (3)

(1) K. LARENZ, op. cit., § 56, I, c, p. 288-289

(2) § 21 VO.

(3) Luidens de tekst van het betreffende artikel zijn de bepalingen van de 'Gemeinschaft' van toepassing 'sofern nicht aus dem Gesetz ein anderes ergibt'. Bovendien werd hier contractueel geopteerd voor de breukdelenge-meenschap.

Deze regeling treedt evenwel niet in vanaf het ogenblik van het sluiten van een overeenkomst maar wel als gevolg van het gemeenschappelijk verkrijgen van een recht (bijv. een zakelijk recht van eigendom, een vorderingrecht van de certificaathouders tegenover de vastgoedvennootschap...). E. MARTINI merkt terecht op dat streng dogmatisch beschouwd de certificaathouders zich in twee personengemeenschappen bevinden, de eerste als gevolg van de vennootschapovereenkomst (vennootschap is primair personengemeenschap), de tweede als gevolg van het uitsluiten der 'Gesamthand' en het kiezen voor de breukdelengemeenschap, die primair rechtsgemeenschap is, maar op de verhouding in deze gemeenschap gestoeld, een andere (secundair) personengemeenschap doet ontstaan. (1) Het praktisch belang van deze dogmatische analyse is evenwel niet groot omdat de verhoudingen tussen de certificaathouders klaar omlijnde zijn in de 'Verwaltungsordnung'. (2)

Een vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid welke als vermogensrechtelijk statuut de breukdelengemeenschap kiest noemt men in de Duitse systematiek een 'SOCIETAS' (3).

(1) cfr. nr. 40.1.

(2) Is in beide gemeenschappen een instituut dwingend geregeld op verschillende wijzen, zo komt het onderscheid tussen beide gemeenschappen wèl naar voren. bijv. het uittredingsrecht : bij de vennootschap : § 723 e.v. BGB ; bij de gemeenschap : § 749

(3) Zie E. MARTINI, op. cit. p. 75. Ze wordt zo genoemd omdat de 'Gesamthand' in het Romeinse recht niet bestond.

De vennootschap welke uiteindelijk in de contractuele regeling rond de III-certificaten haar gestalte krijgt wijkt evenwel af van het type burgerlijke vennootschap, zoals dit in de 'dispositieve' bepalingen van § 705 e. v. BGB beschreven wordt. Met name zijn er - praktisch gezien - statuten aanwezig, waarin de gezamenlijke wil van de stichters is neergelegd, losgemaakt van de individuele wensen van wie later de vennootschap zullen 'dragen'.

De rechten uit het certificaat m. b. t. de mede-eigendom zijn ondeelbaar (1). Elke vennoot is slechts gehouden ten belope van zijn inbreng en ieder kan op elk ogenblik uit de vennootschap treden of anderen kunnen bijkomen zonder toestemming van de overige vennoten. (2)

Men kan niet de ontbinding en de liquidatie van de vennootschap vorderen. Er zijn - in tegenstelling tot de zaakvoerder voor gemeenschappelijke aangelegenheden - organen, die de in de statuten geobjectiveerde gemeenschappelijke wil uitdrukken en realiseren.

Dit allemaal zijn zoveel kenmerken, niet van de 'Gesellschaft' maar van de 'Körperschaft', tussen dewelke er, volgens LARENZ, (3) ondanks het respectievelijk niet en wel bezitten van de rechtspersoonlijkheid, slechts een gradueel verschil is. Het is dan ook omdat de III-vennootschap der certificaathouders georganiseerd is naar het instituut van de 'Körperschaft' toe, dat E. MARTINI haar betiteld als 'EINE EINER KÖRPERSCHAFT ANGENÄHERTE SOCIETAS' (4).

(1) Deze rechten kunnen slechts in hun geheel afgestaan worden : § 2 VO.

Men kan bijv. niet zijn deel aan de gehypothekeerde vorderingen afstaan en daarentegen het deel aan het aandelenpakket behouden.

(2) Volgt uit § 7 VO : het aantal vennoten is onbeperkt, verder § 4 VO

(3) K. LARENZ, op. cit., II, § 56, I, c, p. 289

(4) E. MARTINI, op. cit., p. 74-77. Steeds blijft evenwel duidelijk dat de hier bedoelde vennootschap in zoverre zeker geen 'Körperschaft' is, omdat ze geen rechtspersoonlijkheid bezit.

d. Inhoudelijke aflijning van de rechten uit een aandeel

42.1. Het in het certificaat verbriefde 'deel' zonder nominale waarde, het aandeel aan het fondsvermogen, is in de eerste plaats de som van alle voor een certificaathouder bestaande breukdeelrechten, aan elk van de in het fonds aanwezig zijnde zaken en vorderingen (1). Vervolgens omvat het aandeel ook de aanspraken die volgen uit de vennootschaps- en gemeenschapsverhouding, als daar zijn het recht op royement en op winstuitkering. Tenslotte wordt ook het vennootschappelijk recht zelf er in begrepen, hetwelk maeer bepaald rechten en verboden voor de vennoten tegenover de beheerder en de 'Treuhänder' (controlerechten) inhoudt.

42.2. Luidens § 2, 1 VO zijn de certificaathouders 'in dem im Zertifikat bescheinigten Umfang an den jeweiligen Vermögenswerten des Fonds nach Bruchteilen als Miteigentümer oder als Gläubiger beteiligt'.

Voor zover het 'zaken' betreft die in het fonds aanwezig zijn (aandelen van de vastgoedvennootschap, schuldbrieven betreffende de leningen en 'Inhabergrundschuldbriefe') zijn ze mede-eigenaars (§ 741 e.v. BGB) en 'middellijke bezitters in de tweede graad'.

Directe bezitter ervan is de 'Treuhänder', die de stukken bewaart, middellijke bezitter is de beheerder (3) en 'middellijke bezitters in de tweede graad' zijn de certificaathouders ('Entfernter mittelbarer Besitz', § 871 BGB) (4)

- (1) Het Duitse zakenrecht vertrekt van het 'specialiteitsbeginsel', wat inhoudt dat zakelijke rechten slechts kunnen ontstaan, veranderd of overgedragen door beschikkingen over 'Einzelsachen'. Tot een 'Rechtsgesamtheit', bijv. een quote-recht als zodanig gerechtigd zijn is niet mogelijk. Zie E. MARTINI, op.cit., p. 78 e.v.
- (2) E. MARTINI, op. cit., p. 79 : 'Das Gesellschaftsrecht selbst'. Wordt eigenlijk beter vertaald als 'het recht van vennoot zelf'.
- (3) Voor de notie van 'Mittelbarer Besitz', zie § 868 BGB
- (4) Zie E. MARTINI, op.cit., p. 79 e.v.

Ze zijn ook mede-gerechtigd tot de vorderingen van het fondsvermogen. Hieromtrent zou zich het probleem kunnen stellen of deze vorderingen aan de gemeenschap van certificaathouders toekomen dan wel, aangezien het geldvorderingen zijn en dus deelbaar, aan ieder afzonderlijk één deel (1), wat consequenties inhoudt omtrent het uitoefenen van de eraan verbonden rechten enz... LARENZ stelt dat een vordering aan de gemeenschap toekomt wanneer ze voortspuit uit een schuldvordering, berustend op een zaak, welke meerderen gemeenschappelijk toekomt. In deze gevallen namelijk, aldus de auteur, blijkt de gemeenschapswil meestal uit het feit dat beschikkingen over de vorderingen aan de beheerder van de gemeenschappelijke zaak behoren.

Deze wil komt, in verband met de hier besproken leningen aan de vastgoedvennootschap, nog duidelijker naar voren doordat deze leningen zakelijk gezekerd zijn bij middel van 'Inhaberschuldverschreibungen', die duidelijk in mede-eigendom van de certificaathouders (dus gemeenschappelijk !) toekomen (2) De certificaathouders zijn tenslotte eveneens, en dit ten belope van hun certificaat (3) gehouden tot de schulden,

(1) Dit hangt af van het antwoord op de vraag of § 420 BGB elke rechtsgemeenschap (§ 741 e.v. BGB) aan een vordering zou uitsluiten.

Zie hierover : K. LARENZ, I, § 32, p. 375

(2) Het zijn waardepapieren en behoren dus tot de 'zaken' van het fonds.

(3) § 3, 4 VO de certificaathouders zijn tot geen 'Nachschusspflicht' gehouden, d.w.z. moeten evenmin bij de ontbinding van de vennootschap het verlies dragen. Dit geldt niet tegenover derden.

welke de beheerder binnen de grenzen van zijn specifieke functie, als beleggingsbeheerder, voor het fonds opneemt(1).

- 42.3. De rechten van vennoot, teruggaverecht (royement), aanspraak op de jaarlijkse uitkering van rente, informatierecht, aanspraken tegenover de beheerder en de trustee, ontstaan voor de certificaaathouder bij het afsluiten van de vennootschapsovereenkomst, welke gepaard gaat met een koopcontract betreffende het certificaat. De koopprijs is de vennootschappelijke inbreng, waartoe de overige certificaathouders, de vennoten, de gerechtigden zijn. Bij die contracten worden deze laatsten vertegenwoordigd door de beheerder. De rechten die de certificaaathouder heeft als mede-gerechtigde, d.w.z. mede-eigenaar van zaken en mede-schuldeiser van de vorderingen en mede-verplicht tot de schulden welke zich in het fondsvermogen bevinden, anders uitgedrukt : zijn aandeel, deze rechten worden hem overgedragen door de gemeenschap van deelnemers. (2) Samen met de hogergenoemde rechten, die hij heeft als vennoot, vormen zij de tegenprestatie vanwege de vennootschap voor zijn bijdrage.

e. Het certificaat

- 43.1. De verschillende aanspraken e.a., welke een aandeel aan het fondsvermogen inhoudt, moeten nu bij middel van een certificaat samengebundeld en bewezen of verbrieft worden. Aan drie eisen vanuit het rechtsverkeer of het opzet van de initiatiefnemers zou hierbij moeten voldaan worden.

(1) Zelfs als dit niet in de beheersreglementen neergeschreven is, aanvaardt de rechtsleer dat de beheerder slechts het beheerde vermogen kan verbinden en dit binnen de grenzen van de ongeschreven regels omtrent het beleggingsbeheer (Zie E. MARTINI, op.cit., p. 84). De vertegenwoordigingsmacht van de beheerder is, aldus deze rechtsleer, voor derden duidelijk beperkt tot het fondsvermogen, tot zijn functie.

(2) Bij de gewone vennootschap van het burgerlijk wetboek, met gesamthandvermogen, wordt de nieuwe vennoot geen aandeel overgedragen, maar treedt er ABWACHSUNG op bij de andere vennoten, ! E. MARTINI, op.cit., p. 90

Vooreerst moet de overdracht van certificaten vrij gemakkelijk en met zo weinig mogelijk formaliteiten kunnen geschieden. Vervolgens moeten de beheerder en de bank, die met een 2000-tal certificaathouders te maken hebben, een zekere soepelheid genieten bij de 'betaling' (in de betekenis van : aan een contractuele verplichting voldoen) en o.m. niet telkens verplicht worden op een omslachtige manier het werkelijk gerechtigd-zijn van een opdagende certificaathouder te controleren.

Tenslotte moeten alle rechten, die krachtens de VO aan een belegger worden verleend, samengebundeld blijven in het certificaat en dient vermeden te worden dat de certificaathouder afzonderlijke delen daarvan zou kunnen afstaan.

43.2. Drie juridische technieken komen in aanmerking om de certificaten te construeren : de 'Schulverschreibung auf den Inhaber', het 'Ausweispapier' (in de literatuur : 'Qualifiziertes Legitimationspapier' genoemd) en het 'Schlichtes Legitimationspapier'.

In een 'Schuldverschreibung auf den Inhaber' verplicht zich wie de oorkonde opstelt en ondertekent tot betaling aan de beschikkingsbevoegde houder van het stuk, betaling 'nach Massgabe des Inhalts' van de oorkonde (1).

(1) K.LARENZ, op.cit., II, § 60, I, p. 340. Voor een algemeen overzicht over de 'Inhaberschuldverschreibung', Zie K. LARENZ, op.cit., § 60, I-V, p. 338-354 en verder : A. HUECK, Das Recht der Wertpapiere, Frankfurt/ M, 1967, § 24, p. 111-118 ; De 'Schuldverschreibung auf den Inhaber' is in het BGB geregeld onder § 793 e.v. 'Beschikkingsbevoegde houder' is de eigenaar of zijn volmachthouder, zijn wettelijke vertegenwoordiger en de curator, de pandhoudende schuldeiser van de eigenaar. Niet beschikkingsbevoegd is de gewone bewaarder, de vinder (die nog niet de eigendom verkregen heeft) de dief enz...., aldus LARENZ, § 60, III, p. 348

Deze 'Schuldverschreibung' is een waardepapier : het vorderingsrecht is in het stuk verbriefd. Het 'Recht aus dem Papier' volgt het 'Recht am Papier' (1). Gerechtigde tot de aanspraak is dus niet de oorspronkelijke schuldeiser van wie de oorkonde opstelde, maar wel de rechtmatige houder van de oorkonde. Bij deze waardepapieren is een ter goeder trouw verkrijgen van een niet-gerechtigde mogelijk.

Bij 'qualifizierte Legitimationspapiere' (bewijs-, legitimatiestukken) belooft de schuldenaar geen betaling aan elke houder van de oorkonde maar wil hij slechts tegen voorlegging van het door hem gecreëerde stuk tot betaling verplicht worden (2). Daardoor is zulk papier een waardepapier in de bredere zijn. (3) Verder wil hij het gerechtigd zijn van wie de oorkonde voorlegt niet hoeven te controleren, maar veeleer bevrijd zijn door de betaling aan de houder.

De legitimatiewerking treedt hier evenwel alleen in ten gunste van de schuldenaar. De betaling vorderen kan immers slechts de gerechtigde tot de onderliggende schuldvordering, d.w.z. niet zozeer de eigenaar van het stuk maar wel wie naar de algemene regels van schuldoverdracht schuldeiser geworden is. Het 'Recht aus dem Papier' volgt dus niet het 'Recht am Papier' maar omgekeerd staat de eigendom van het papier de schuldeiser toe. Deze 'qualifizierte Legitimationspapiere' zijn dus niet zo gemakkelijk verhandelbaar en daarom minder geschikt voor omloop in het handelsverkeer.

-
- (1) De waardepapieren worden ingedeeld in 'Inhaberpapiere' en 'Orderpapiere' naargelang de overdracht ervan door gewone overgave (regels van het zakenrecht betreffende eigendomsoverdracht aan roerende zaken) of door endossement geschiedt. 'Schuldverschreibungen auf den Inhaber' zijn 'Inhaberpapiere'.
 - (2) Papieren die deze werking hebben noemt men 'Legitimationspapiere' - ook wel 'Vorlegungspapiere' genoemd - .
 - (3) Aldus K. LARENZ, op. cit., II, § 60, I, p. 339. De 'qualifizierte Legitimationspapiere' worden in het BGB geregeld onder § 808.

Evenmin daarvoor geschikt zijn de 'schlichte Legitimationspapiere'. Deze zijn niet bij wet geregeld maar komen veelvuldig voor in het dagelijks leven, (garderobetickets etc...) (1).

De voorlegging van het papier is niet nodig om zijn recht te bewijzen, dit laatste kan op eenderwelke andere wijze geschieden. De schuldenaar wil evenwel bevrijd zijn door betaling aan wie hem het stuk voorlegt : de houder van het stuk zal dus tegenover de schuldenaar ter ontvangst van de betaling gelegitimeerd zijn. Deze 'schlichte Legitimationspapiere' hebben evenwel niet het karakter van waardepapieren. Tenslotte zijn er de gewone bewijsoorkonden ; zij maken gewoon het bewijs gemakkelijker maar hebben geen enkele legitimatiewerking. Elk tegenbewijs maar ook elke andere vorm van bewijs dan de oorkonde is toegelaten. Een gewone bewijsoorkonde is bijv. de 'Vertragsurkunde'.

- 43.3. De drie vereisten, waaraan bij de vormgeving van een certificaat zou moeten worden voldaan zijn natuurlijk best gerealiseerd in de 'Schulverschreibung auf den Inhaber'. Deze waardepapieren verbrieven evenwel slechts vorderingen ; mede-eigendomsrechten en lidmaatschapsrechten kunnen niet het voorwerp ervan zijn. Zo zou - in de voorgestelde mogelijkheid - de aanspraak uit het recht op royement in het certificaat verbriefd zijn en zonder meer kunnen overgedragen worden, terwijl voor de overdracht van zakelijke rechten, welke niet in het stuk verbriefd zijn, de algemene regels van het BGB zouden gelden. Dit zou natuurlijk een ongewenste splitsing van de rechten der certificaathouders teweeg brengen. Er blijft dan de mogelijkheid om het certificaat de vorm van een 'qualifiziertes Legitimationspapier' te geven. Ook hier wordt slechts de voldoening van een vordering beloofd maar deze belofte is niet 'verbriefd' in het stuk, niet op het papier geplakt, zodanig dat er niet zo'n strakke afscheiding komt tussen het vorderingsrecht en de andere

(1) K. LARENZ op.cit., II, § 60, VII, p. 357

aanspraken. Principieel staat dan vast dat ten aanzien van het vorderingsrecht (voornamelijk het recht op royement) het certificaat een 'qualifiziertes Legitimationspapier' is (kan zijn) en slechts een gewone bewijsoorkonde t.a.v. de mede-eigendoms- en vennootschapsrechten. Toch zal bereikt worden dat het hele certificaat, ook voor zover het slechts een gewone bewijsoorkonde is, zal deelhebben aan de legitimatiewerking van een 'qualifiziertes Legitimationspapier'. De tekst van het certificaat als 'qualifiziertes Legitimationspapier' verwijst immers naar de 'Verwaltungsordnung' in haar geheel, deze wordt als het ware mee-opgenomen en vooral dan de bepaling dat het verwerven van een certificaat de toestemming tot de VO inhoudt. De gerechtigde tot de vordering op teruggave (de belangrijkste vordering die opgenomen is in het certificaat als q.l.) is dan ook automatisch de gerechtigde tot alle andere in de VO (de statuten van de vennootschap der beleggers !) omschreven rechten en § 2, 2 VO verbiedt hem (krachtens overeenkomst !) afzonderlijke delen van de verkregen bundel rechten over te dragen. Op deze manier wordt het certificaat dan het instrument van de samenbundeling van alle rechten, die aan zijn houder toekomen. Eén uitzondering bestaat daarop : het recht op rente is in 'Ertragscheine' (coupons) afzonderlijk verbriefd. Deze 'Ertragscheine' zijn gewild als afzonderlijke 'Inhaberschuldverschreibungen', het zijn echte waardepapieren.

- 43.4. Om als een 'qualifiziertes Legitimationspapier' te kunnen fungeren moet de naam van de schuldeiser vermeld staan op het stuk. Daarom is op de III-certificaten plaats gelaten om deze naam in te vullen en op de achterzijde bevinden zich twee maal de nodige formules voor endossement. Wanneer de certificaathouder in de praktijk zijn certificaat wil te gelde maken dan verkoopt hij dit meestal aan zijn bank, die het aan een ander belegger verderverkoopt.

Telkens de naam van de nieuwe eigenaar invullen zou dan een weinig soepele manier van handelen zijn. Daarom worden de certificaten door het III als 'Blanketturkunde' uitgegeven: de naam van de certificaatverkrijger (schuldeiser in de terminologie van § 808 BGB) komt er niet op voor. Deze en zijn verdere verkrijgers zijn gemachtigd om de oorkonde 'af te maken' door hun naam er in te vermelden.⁽¹⁾

In de normale gevallen zal dit niet gebeuren en wordt het certificaat omwille van de gemakkelijkheid vormloos verhandeld, net zoals een 'Inhaberschuldverschreibung'.

Gewoonlijk neemt men zelf aan dat 'qualifizierte Legitimationspapiere', waarin de naam van de schuldeiser niet vermeld is, 'Inhaberpapiere' (toonderpapieren) zijn.

In het geval van de III-certificaten wordt zulks evenwel contractueel uitgesloten door het feit dat de tekst zelf van het certificaat (de overeenkomst) verwijst naar § 808 ('q.L.'). Zolang de naam van de certificaathouder niet in het stuk voorkomt is het certificaat een 'schlichtes Legitimationspapier'. Slechts door het invullen van die naam wordt het certificaat 'ex tunc' een 'qualifiziertes Legitimationspapier'.

Te onthouden uit dit overzicht is het volgende. In de praktijk zijn de certificaten volkomen vrij verhandelbaar omdat ze als 'Blanketturkunde' kunnen doorgegeven worden. In geval van betwisting kan de certificaathouder steeds zijn naam invullen. Verder is het belangrijkste deel van het certificaat, het recht op opbrengst, apart verbrieft in de 'Ertragscheine', welke als waardepapier ('Inhaberpapier') 'de jure' vormloos overdraagbaar zijn.

(1) Dit recht is een 'Eine der Vollmacht ähnliche, aber von ihr zu unterscheidende Befugnis, welche man zu den Gestaltungsrechten rechnen kann' (Von Thur in 'Allgemeine Teil des BGB, 1910). De rechtspraak neemt aan dat wie dit recht heeft het kan overdragen ook; verder, dat dit vervolledigen ook ten allen tijde kan geschieden, ook na faillietverklaring van de eigenaar ervan. Zie referenties bij E. MARTINI, op. cit., p. 101.

f. De rechtspositie van de beheersvennootschap en de 'Treuhänder'

44.1. Eenmaal vastgesteld dat de certificaaathouders onder mekaar een vennootschap naar burgerlijk recht uitmaken (1) volgt daaruit dat de fondsbeheerder zaakvoerder is van deze vennootschap naar de regeling van § 709 e.v. BGB. Alle vennoten samen, aan wie principiëel deze zaakvoering toekomt, hebben hem, een derde, deze opdracht toevertrouwd door het toestemmen in de VO, bij het kopen van een certificaat. (2) Deze beheersopdracht werd aan de III-AG voor onbepaalde tijd verleend en kan door haar opgezegd worden. De opzegging door de vennoten wordt in de VO niet voorzien. Ze kan evenwel niet uitgesloten worden : het oorspronkelijke recht van de vennoten om zelf te beheren kan niet ontnomen worden en in dit recht zit het recht om een aangestelde zaakvoerder te ontslaan besloten. De uitoefening van dit recht is evenwel opgedragen aan de zgn. 'Treuhänder', die de belangen van de vennoten vertegenwoordigt. Paradoxaal is wel dat de 'Treuhänder' niet door de vennoten zelf maar precies door de fondsdirectie, de beheerder, als vertegenwoordiger van de certificaaathouders wordt aangesteld en ontslagen (§ 18 VO). De vertegenwoordigingsmacht van de zaakvoerder (3) is beperkt tot het fondsvermogen. Gaat hij deze macht te buiten dan zal hij zelf alleen daarvoor gehouden zijn. (4)

(1) Zie nr. 40

(2) Deze mogelijkheid wordt in de Duitse rechtsleer aanvaardt ; zie hieromtrent de verwijzingen bij E. MARTINI, op. cit., p. 124.

(3) In de burgerlijke vennootschap vallen vertegenwoordiging en zaakvoering samen, aldus § 714, BGB. Zie daarover : A. HUECK, Gesellschaftsrecht, München, 1965, p. 36 en H. KLAUS, Die Gesellschaft des Bürgerlichen Rechts, Ludwigshafen, 1967, p. 75 e.v.

(4) Een bekrachtiging van een handeling buiten zijn macht zou door alle vennoten afzonderlijk moeten gebeuren (§ 177 BGB) wat uiteraard onmogelijk is.

Aan de informatieplicht tegenover de vennoten gezamenlijk (§ 713 en § 666 BGB) voldoet de beheerder door de publicatie van de jaarrekeningen in het Westduitse Staatsblad (der Bundesanzeiger) zoals gesteld in § 21 VO. Het recht van ieder individuele vennoot om de zaakvoerder te controleren (§ 716 BGB) is verzwegen in de VO, het is stilzwijgend, voor zover als toegelaten, uitgesloten (1).

- 44.2. De 'Treuhänder'-bank heeft krachtens een (in de statuten nageeregeld) 'Geschäftsbesorgungsvertrag' (2) als taak het fondsvermogen, de stukken in het fonds, te bewaren en de belangen van de certificaathouders tegenover de beheersvennootschap waar te nemen. Zij is hierbij rechtstreeks aan de certificaathouders verantwoording en als zij te kort komt schade-loosstelling verschuldigd.

'Treuhänder' en beheerder zijn tegengestelde polen die mekaar wederzijds controleren. De 'Treuhänder' door zijn bevoegdheid op de bankrekening van het fonds en op de zich in het fonds bevindende goederen ; de beheerder door zijn recht de eerste te ontslaan.

- 44.3. Al heeft de individuele certificaathouder bij dit alles niet zoveel zelf uit te oefenen rechten, dan kan men toch stellen dat hij langs de 'Treuhänder' en de instelling van het expertencollege op ~~onvoldoende~~ voldoende wijze beschermd is. Hierbij moet men rekening houden dat, zoals vroeger gesteld, ruime controlebevoegdheden voor de certificaathouders zelf ongewenst zouden zijn omwille van het gevaar voor een meerderheidscoalitie, die de beheerder tot meer risicodragende

(1) Helemaal uitsluiten kan men het niet : indien de certificaathouder zou menen dat er gronden zijn om aan te nemen dat er een slecht beheer is, zal hij controle kunnen eisen.

(2) De rechten die hem opgedragen worden zijn secundaire 'Geschäftsführungsrechte', aldus E. MARTINI, op.cit., p. 127. Duidelijkst komt dit naar voren in de bevoegdheid die hij heeft op de bankrekening van het fonds.

beleggingen zou kunnen dwingen. Verder is er en blijft de relatie belegger-beheerder een vertrouwensrelatie : in de praktijk zal de belegger niet zozeer de aandacht schenken aan eventueel door hem uit te oefenen controlerechten, maar wel aan de eerlijkheid en de soliditeit van de initiatiefnemer. Tenslotte is de certificaathouder hier uiteindelijk beschermd door zijn recht op roeyement, dat veelal als compensatie voor een totaal gebrek aan controle wordt ingesteld. Bij de III-fondsen heeft hij dit recht en heeft hij (uitge oefend door een 'Treuhande') controlerechten.

B. Het Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über K.A.G. und der Gewerbeordnung (1)

45. Het nieuwe 'Kapitalanlagegesellschaftengesetz' (verkort : KAGG) voorziet in een statuut voor de vastgoedfondsen, nagetekend op de reeds in 1957 voor roerende-waarden-fondsen uitgevaardigde organisatievorm. Daarnaast worden een aantal, voor beide soorten van beleggingsfondsen geldende, nieuwe beschermingsmaatregelen getroffen ten voordele van de spaarders. Uit de beschrijving van deze wet moge zelf al blijken hoe radikaal de oplossingen voor bepaalde door de 'mede-eigendomsfondsen' ondervonden moeilijkheden, wel zijn.

(1) BGBl., I, p. 992 (ÄndG KAGG/Gew O). Tweede deel van het 'Gesetz über den Vertrieb Ausländischer Investmentanteile, über die Besteuerung ihrer Erträge sowie zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften' van 28 juli 1969, BGBl., I, p. 968. Op grond van artikel 3 ÄndG. KAGG/GeWO werd het Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (van 16 april 1957. BGBl., I, p. 378) dat herhaaldelijk werd gewijzigd, van een nieuwe nummering voorzien : 'Bekantmachung der Neufassung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) vom 14. Januar 1970'. (BGBl., I, p. 127). In de nieuwe gecorrigeerde tekst handelen § 26 = § 37 en § 44 = § 50 (fiscale bepalingen) over vastgoedfondsen, waarbij evenwel door § 26 en § 44 gesteld wordt dat de bepalingen betreffende de waardepapierfondsen 'sinngemäss' toe te passen zijn. Voor een commentaar op deze wet ; J. BAUR Investmentgesetze, Berlijn, 1970 ; G. ONDERKA, Neue Gesetzliche Vorschriften auf dem Investmentgebiet, Der Betrieb, 1969, 1733-1736 ; Droit et Affaires, nr. 174, A. 587-588 ; S. RUTKOWSKY, Die unterschiedliche Rechtsstellung deutscher und ausländischer Investmentunternehmen, N.J.W., 1970, 2193-2197.

a. De beheersmaatschappij

46.1. Het aanknopingspunt van de wettelijke regeling is niet het begrip beleggingsfonds (daarvan wordt geen definitie gegeven) maar wel de 'beleggingsmaatschappij' (Kapitalanlagegesellschaft). Dit is de onderneming die (1) het bij haar ingelegde geld in eigen naam, maar voor rekening van wie geld inlegde, volgens het principe van de risicospreiding (Risiko-MISCHUNG) in waardepapieren of in onroerende goederen en opstalrechten, apart van haar eigen vermogen, belegt en, m.b.t. de hieruit voor de beleggers voortvloeiende rechten, bewijzen uitgeeft (§ 1, KAGG). Beleggingsmaatschappijen in de zin van deze wet zijn dus geen beleggingsfondsen in vennootschapsvorm (2) maar beheersmaatschappijen.

46.2. Deze vennootschappen zijn krachtens paragraaf 2, 1 KAGG 'kredietinstellingen' en ressorteren onder de bepalingen van het 'Kredietwesengesetz' (KWG van 10 juli 1961, BGBl., I, p. 881). Daardoor staan zij onder toezicht van het 'Bundesaufsichtamt für das Kredietwesen', dat o.m. de bevoegdheid heeft om bij inbreuken op de wet de passende maatregelen te treffen. Om als kredietinstelling erkend te worden moet een vennootschap aan bepaalde vereisten voldoen. Speciaal in het KAGG werd vooropgesteld dat de beleggingsmaatschappij, wil zij de toelating krijgen haar activiteit uit te oefenen, een 'Aktiengesellschaft' of 'Gesellschaft mit beschränkter Haftung' moet zijn (3) die statutair geen ander doel mag hebben dan de belegging van haar eigen vermogen en dit van de spaarders (§ 2, 2, c).

- (1) 'Unternehmen deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist' Als criterium wordt de concrete bedrijvigheid en niet de statutaire doelomschrijving van de vennootschap genomen.
- (2) Bij de beleggingsfondsen in vennootschapsvorm, Investment Company, maakt het beleggingsvermogen precies het vermogen der vennootschap uit. De initiatiefnemer wordt in deze vennootschap beheerder, de beleggers aandeelhouders.
- (3) Par. 1, 2. Indien het een GmbH is moet een 'Aufsichtsrat' zoals er in de A.G. bestaat, benoemd worden (§ 3). De leden van de 'Aufsichtsrat' moeten de belangen van de beleggers waarnemen. Hun benoeming moet aan het BAK (Bank-aufsichtsbehörde) meegedeeld worden (§ 4).

Haar eigen vermogen moet minstens 500 000 DM (volgestort) bedragen en 20 % daarvan moet voldoende liquide zijn (resp. § 2, 2 en § 17). Dit kapitaal moet een 'waarborg'-functie vervullen. Tenslotte is het aan de directie en de beheerders van de beheersmaatschappij verboden zelf voor eigen rekening 'zaken te doen' met betrekking tot het belegde vermogen (§ 5) (1).

b. Het beleggingsvermogen

47.1. is een 'Sondervermögen', een apart vermogen, afgescheiden van het eigen vermogen der vennootschap (§ 6, 1). Dit betekent niet alleen dat dit beleggingsvermogen niet in het -eventuele- faillissement van de beheersmaatschappij valt (§ 13, 3) en dat vorderingen tegenover deze laatste niet kunnen ver^rkeⁿnd worden met vorderingen die tot het fonds behoren (§ 9, 4) maar ook dat het beleggingsvermogen niet instaat voor de verplichtingen van de beheerder zelf, wanneer die voortvloeien uit een ten behoeve van dit vermogen verrichte rechtshandeling. (§ 10, 2). De beheersmaatschappij doet alle transacties in eigen naam, niet in naam van de beleggers (2) en niet 'in naam' van het vermogen. Zij is a. h. w. de filter waardoor beleggingsobjecten in het fondsvermogen terecht komen. Alleen op haar vermogen kan door derden rechtstreeks verhaal worden uitgeoefend. Zo is o. m. bepaald (§ 10, 4) dat alleen het eigen vermogen van de fondsbeheerder zal gehouden zijn voor volstorting van niet-volgestorte aandelen (bijv. van verzekeringsmaatschappijen) die in het fondsvermogen zouden opgenomen zijn.

-
- (1) Een regeling voor opzegging van en vanwege de beheerder, van verlies der beheersbevoegdheid (bijv. door faillissement) en van overdracht of overgang dezer bevoegdheid is voorzien in de §§ 13 en 14 KAGG.
 - (2) Zij kan de bekeggers niet binden : § 10, 2. Andersluidende overeenkomst met de beleggers is nietig.

47.2. Tot het fondsvermogen behoort het ingelegde geld en alles wat daarmee werd aangekocht, alles wat de beheerder in het raam van zijn aktiviteit verwerft en de opbrengst van het te gelde maken van een tot het vermogen behorende recht (§ 6a, § 21).

Voor vastgoedfondsen mag het beleggingsvermogen bestaan uit

- 1) onroerende goederen die huurwoningen, bedrijfsgebouwen of gebouwen voor gemengd gebruik (1) zijn.
- 2) onroerende goederen in aanbouw voor zover ze als gebouw onder 1) zouden vallen en op voorwaarde dat de kosten die eraan moeten gedaan worden 10 % van de waarde van het fondsvermogen niet overtreffen.
- 3) bouwgronden die vlug kunnen bebouwd worden en op voorwaarde dat ze, bebouwd, onder 1) zouden ressorteren en hun waarde samen met de waarde van andere, reeds tot het vermogen behorende bouwgronden de 10 % van de waarde van het totale vermogen niet te boven gaat.

← Ook 4) opstalrechten (volgens de regelen 1 tot 3) mogen tot het vermogen behoren (§ 27, 1, 1 tot 4).

Wanneer de beleggingsovereenkomst dit uitdrukkelijk voorziet (§ 27, 2) kunnen ook binnenlandse onroerende goederen, andere dan tot hiertoe opgenoemd (2), aangekocht worden en ook buitenlandse onroerende goederen, voor zover die onder de algemeen toegelatenen (art. 27, 1-4) vallen en hun waarde in het totaal 20 % van de waarde van het beleggingsvermogen niet overstijgt (3).

-
- (1) De begrippen huurwoning, bedrijfspand en gebouw met gemengde exploitatie zijn vast bepaald in § 75 Bewertungsgesetz. Criteria zijn de herkomst van de opbrengst der onroerende goederen.
 - (2) Dit zijn dan : woning-eigendom (eenwoonst-tweewoonst), deeleigendom en de corresp. opstalrechten.
 - (3) Voor de percentage-berekeningen van paragraaf 27, 1-4 geldt als vergelijkingswaarde niet de waarde van het totale fondsvermogen maar de totale waarde van reeds voorhanden zijnde binnenlandse onroerende goederen. Buitenlandse beleggingen, corresponderend aan % 27, 1, 2 en 3 (2 en 3 in onze tekst) kunnen dus maximaal (2 %) (10 % van 20 %) van het totale fondsvermogen bevatten.

Bij alle onroerende goederen is het ook toegelaten de nodige zaken aan te kopen die voor het exploitatierijp maken van het gebouw nodig zijn (§ 27, IV).

- 47.3. De risicobeperkende spreiding van de beleggingsprojecten wordt door de wet als volgt geregeld. Het vermogen moet bestaan uit minstens 10 onroerende goederen. Daar het om een spreidingsreglementering gaat geldt een uit meerdere gebouwen bestaande economische eenheid in dit verband slechts als één onroerend goed (§ 28, 1 en 3). Ieder van deze 10 projecten mag ten tijde van de aankoop de 15 % van de waarde van het totale vermogen niet overschrijden (§ 28, 2). Een regionale spreiding is niet vereist, tenzij men het begrip 'economische eenheid' zou kunnen uitbreiden tot het geheel van de gebouwen die zich in een bepaalde wijk of stad bevinden (wat niet het geval blijkt te zijn). Tenslotte moeten aan de bepalingen betreffende de samenstelling van het vermogen binnen de vier jaren na het starten (of het onder deze wet ressorteren) van het beleggingsfonds voldaan worden (§ 29).

c. Het beheer van het beleggingsvermogen

- 48.1. Luidens de wet van 1957 kan het beleggingsvermogen, krachtens het beleggingscontract tussen de initiatiefnemer en de spaarders, ofwel in mede-eigendom van de beleggers ofwel in eigendom van de beheersvennootschap staan (§ 6, 1 KAGG behouden in de nieuwe wet). Deze bepaling is alleen te verklaren door het feit dat vóór het ontstaan van de wet beide rechtsfiguren in de beleggingscontracten voor waardepapierfondsen voorkwamen. De mede-eigendom van de beleggers houdt evenwel niet veel in. Met betrekking tot de concrete bestanddelen van het vermogen is allen de beheerder beschikingsbevoegd (§ 9, 1). De mede-eigenaars zelf kunnen geen scheiding en deling vorderen (§ 11, 1), zij hebben alleen

het recht hun 'ideëel aandeel' aan het fondsvermogen, verbrieft (§ 18, 3) in hun certificaat (1), te vervreemden of ter 'royering' aan te bieden (§ 18, 3). Naar rechtsgevolgen is er tussen de mede-eigendomsoplossing en de trusteigendom-constructie, zoals door de wet geregeld, geen verschil.

48.2. Voor vastgoedvermogens bestaat de keuze tussen beide rechtsconstructies niet : deze moeten ten name van de beheersvennootschap staan (§ 30). De beheersvennootschap is m. b. t. het fondsvermogen beschikkingsbevoegd. Zij is dit zakenrechtelijk als eigenaar en is ook krachtens de wet en het beleggingscontract gelegitimeerd. Nochthans zijn er beperkingen op haar bevoegdheid. Allereerst mag zij alleen deze rechtshandelingen verrichten die, in het algemeen, kunnen geschieden in het raam van den behoorlijk beheer (§ 10, 1) en verder, alleen rechtshandelingen die door het KAGG, bijv. m. b. t. de regels betreffende de spreiding en de samenstelling van het vermogen, toegelaten zijn. Voor elke aankoop, verkoop of hypotheekverlening van of op onroerende goederen heeft zij de toestemming nodig van de depot-bank, de bank die in het belang van de beleggers op de belegging toezicht houdt (§ 31, 2) (2). Deze beperking op de beschikkingsbevoegdheid moet in het 'Grundbuch' ingeschreven worden (§ 31, 4) (3). Verricht de beheerder een transactie zonder toestemming vanwege de depot-bank dan is deze transactie onwerkzaam tegenover de beleggers (4).

-
- (1) Het woord certificaat wordt in de wet niet gebruikt. Men spreekt van 'Anteilscheine'. Zie verder § 18, 3 : op andere wijze kan niet over de bestanddelen van het fondsvermogen door de beleggers beschikt worden !
 - (2) Toestemming van een derde als geldigheidsvereiste voor een overeenkomst, § 182 BGB.
 - (3) Zie § 892 BGB ; § 31, 4 KAGG voorziet verder dat t. a. v. in het buitenland gelegen onroerende goederen een gelijkaardige maatregel zal moeten getroffen worden.
 - (4) Volgens § 31, 4 in toepassing van § 135, 1 en 2 BGB.

Heeft de depot-bank haar toestemming gegeven terwijl de voorgestelde operatie onverenigbaar was met de wet en de bepalingen van het beleggingscontract dan zal ze tot schadeloosstelling tegenover de beleggers gehouden zijn. De geldigheid van de operatie wordt evenwel hierdoor niet aangetast (§31, 3).

48.3. Voor aankoop van onroerende goederen is, naast de bovengenoemde toestemming, vereist dat voorafgaandelijk door een expertencomité de onroerende goederen getaxeerd worden een dat de aankoopprijs de taxatiewaarde niet overschrijdt (1). Verkoop van bestanddelen uit het fondsvermogen is eveneens aan gelijkaardige voorwaarden - mutatis mutandis - gebonden (2). Bezwaren van het vermogen met hypotheken is toegelaten wanneer het beleggingscontract dit voorziet en wanneer de lening geboden is door de vereisten van een ordelijk beheer. De depot-bank zal haar toestemming tot deze transactie slechts mogen geven indien ze van oordeel is dat de lening aan normale marktvoorwaarden plaatsgrijpt. Tenslotte mag slechts 50 % van de marktwaarde van het onroerend beleend worden (§ 37, 3). Teneinde het rechtsverkeer niet nodeloos te belemmeren is voorzien dat rechtshandelingen vanwege de beheerder, waarbij de genoemde vereisten niet worden nageleefd (behalve het vereiste van toestemming van de depot-bank) door deze laatste omstandigheid niet in hun geldigheid worden aangetast. De beheerder en desgevallend de depot-bank zullen evenwel tot schadeloosstelling gehouden zijn en bovendien kan het 'Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen' in deze omstandigheden de nodige maatregelen treffen, bijv. de erkenning van de beheersvennootschap als 'kredietinstelling' terugtrekken.

(1) ... of niet in belangrijke mate (§ 27, 3)

(2) § 37, 1. Verkoop van fondsgoederen moet bovendien toegelaten zijn door het beleggingscontract.

48.4. Ieder jaar moet de beheersmaatschappij voor elk fondsvermogen dat ze beheert een jaarverslag maken (1).

Hieruit moet blijken dat ze binnen het raam van de wettelijke en contractuele beleggingsregelen is gebleven en verder moet het verslag een inventaris bevatten (§ 25,1 voor waardepapier-fondsen, § 34, 1 voor vastgoedfondsen) van de fondsgoederen en hun (markt)waarde. Verder moet ook de uitgifte en terugnameprijs van het 'aandeel' vastgesteld worden (§ 34, 2). Tenslotte moet ook halfjaarlijks een inventaris opgemaakt en gepubliceerd worden (§ 25). Deze verslagen moeten aan de beleggers en aan het 'Bundesaufsichtsamt' meegedeeld worden.

d. Depotbank

49.1. Deze heeft tot taak het bewaren en bewaken van het fondsvermogen en het vertegenwoordigen van de certificaathouders (2). De bewaartak, die bij waardepapierfondsen (§ 12, 1) het hele beleggingsvermogen omvat, heeft bij vastgoedfondsen alleen betrekking op het voorhanden zijnde geld en de waardepapieren die ter realisatie^{voldoening} van de liquiditeit aangehouden worden. Ook de uit te geven en ter royerering aangeboden certificaten alsmede de geldelijke opbrengst van deze transacties worden door de depotbank bewaard (§ 31, 1) (3). In het raam van haar toezichtstaak voert de bank de lopende bewaking van het fondsvermogen (§ 31, 1). Haar toestemming zal moeten verkregen worden voor belangrijke rechtshandelingen. Verder moet zij het nodige geld ter beschikking stellen voor een aankoop en de

(1) Te publiceren in de 'Bundesanzeiger' (Banz).

(2) Daarnaast heeft ze nog kleine of voorlopige taken i.v.m. opzegging van de beheerder en het tijdelijk voorzien in een beheersvacuüm (§ 13 en § 14).

(3) Alle geld wordt bij de depotbank op een 'geperrstes Konto' geplaatst. (§ 31, 6 en 7).

opbrengsten van de verkoop ontvangen, daarbij steeds zorgend dat de tegenwaarde van gekochte of verkochte goederen direct en volledig aan de belegger toekomt (§ 12, 6) en dat de beheerder niet meer dan de contractueel overeengekomen vergoeding toekomt (§ 12, 7). Tenslotte zal zij, ten teken van haar instemming met het gevoerde beleid, de balans certifiëren (§ 25, 2). Als waarnemer van de belangen der beleggers zal zij hun aanspraken tegenover de fondsbeheerder en tegenover derden in eigen naam te gelde maken (resp. § 12, 8 en § 31,8).

- 49.2. De depotbank wordt gekozen door de beheersmaatschappij, dit echter onder goedkeuring van het 'Bundesaufsichtsamt', dat overigens tot een verandering van bank kan verplichten (1). De depotbank zelf is uiteraard ook een 'kredietinstelling' en moet dus aan de vereisten daarvoor (o. m. kapitaalvereiste van 10 miljoen D.M.) voldoen. De toestemming om als bank voor een bepaald fonds op te treden zal haar geweigerd worden in geval van 'interlocking directorates' tussen de bank zelf en de beheersmaatschappij (§ 12, 1)

e. Het expertencomité

50. De beheersvennootschap moet minimum één expertencomité, bestaande uit ten minste drie personen, aanduiden. Dit moeten onafhankelijke, vakkundige en betrouwbare persoonlijkheden zijn met een bijzondere ervaring op het gebied van de taxatie van onroerende goederen (2). Hun taak is het, in de gevallen voorzien bij de wet, de waarde van aan te kopen of te verkopen onroerende goederen en van het globale vermogen (voor inventaris) te bepalen.

(1) § 12, 1 en 2. Tot een verandering van bank wordt o. m. overgegaan wanneer het deel van het fondsvermogen dat in banktegoed moet worden belegd de helft van de overige verplichtingen der depotbank te boven gaat.

(2) Voor het begrip 'onafhankelijk deskundige' ; zie § 139 BBauG. (20 juni 1960).

De benoeming van deze experten geschiedt eveneens onder toezicht van het 'Bundesaufsichtsamt', dat eveneens bevoegd is experten die niet meer aan de vereiste qualificaties voldoen, te doen vervangen (1).

f. De certificaten ('Anteilscheine')

51. In de aandeelebewijzen worden de aanspraken van de certificaathouders tegenover de beleggingsmaatschappij 'verbriefd' (§ 18, 1) (2). De aandeelebewijzen van een fonds moeten alle dezelfde rechten inhouden en moeten allemaal betrekking hebben op alle tot het fonds behorende bestanddelen (3). Ze luiden op naam of aan toonder. Een aandeelebewijs mag een of meerdere aandelen aan het fondsvermogen vertegenwoordigen (4).
52. De verkoop van de certificaten is in de wet uitvoerig geregeld. Vooreerst zijn er bepalingen nopens de prijs en de betaling ervan, verder een reglementering van de informatie die aan de beleggers dient ter beschikking gesteld te worden, en de verantwoordelijkheid van de beheerder voor onjuiste informatie. Tenslotte is er het herroepingsrecht, het recht van de spaarder om een koop te herroepen wanneer hij het slachtoffer was van een agressieve verkoopsmethode.

-
- (1) Dit expertcomité is, anders dan de vennootschappelijke 'Aufsichtsrat' die eveneens uit vakkundige personen moet bestaan, geen orgaan der vennootschap, waarvan de benoeming ook aan het 'Bundesaufsichtsamt' moet meegedeeld worden.
 - (2) § 18, 3 bepaalt verder dat in de mede-eigendomsconstructie met de overdracht van de in de bewijzen verbriefde aanspraken ook het aandeel van de overdragen aan de bestanddelen van het fondsvermogen overgedragen worden.
 - (3) Aldus worden (door de bepaling : dezelfde rechten inhouden) tot één fonds behorende kapitaalsaandelen naast opbrengstaandelen niet toegelaten evenmin als 'fondsen binnen de fondsen' (door het vereiste : betrekking hebben op alle bestanddelen.)
 - (4) In § 24, 2-4 is een regeling voorzien voor beschadigde, verlorenegeane of vernietigde aandeelebewijzen en de emissie van vervangingsstukken.

52.1. De prijs van het certificaat wordt gevormd door de waarde van het overeenkomstig aandeel aan het fondsvermogen, verhoogd met de in het beleggingscontract voorziene toeslag (commissie). De waarde van het aandeel wordt bepaald door de taxatiewaarde van het fondsvermogen gedeeld door het aantal in bewijzen verbriefde aandelen (1). Bij de eerste emissie mag de waarde van één aandeel 100 DM. niet overschrijden (§ 21, 3) : dit is een goede 'markt'-prijs, toegankelijk voor kleine beleggers en voor het geval de beleggingsoperatie de spaarder niet bevredigen beter verkoopbaar dan certificaten met een hoger bedrag. Aandeelbewijzen mogen slechts verkocht worden tegen volledige betaling van de prijs (inbreng van andere waarden, ruil, is niet toegestaan) : zijn er toch certificaten verkocht zonder dat de volledige prijs betaald werd of integraal ten goede van het fondsvermogen is gekomen dan moet de beheersmaatschappij zelf, uit eigen vermogen, bijpassen (§ 21,1). Tenslotte is bepaald dat, wanneer afname van aandeelbewijzen over een periode van meerdere jaren werd overeengekomen (zgn. spaar-beleggingsovereenkomsten, soms aan levensverzekering gekoppeld), dat dan voor de betalingen die het eerste jaar moeten geschieden ten hoogste $\frac{1}{3}$ van de betaalde sommen voor de dekking van de kosten ('front loading') mag aangevoerd worden (§ 22) (2).

(1) § 21, 2. Voor de taxatie van het fondsvermogen tellen de eigen certificaten in dit vermogen niet mee.

(2) M.A.w. de beleggers moeten van bij het begin 'echte aandelen' krijgen zodat ze van bij het begin op een redelijke manier een waardeinstijging van hun belegging bekomen. Verder : Kosten worden nooit terugbetaald. Wie de eerste drie jaren van een tienjarenplan telkens 40 % van zijn inleg als kost ziet verdwijnen, krijgt, indien hij in de eerstvolgende jaren wil royeren, minder terug dan zijn inleg : van het ingelegde bedrag was immers slechts 60 % voor belegging en waardeinstijging bestemd. Over deze beschermmaatregel, zie BAUR, op. cit., p. 262 e. v.

52. 2. De informatie van de spaarders bij een certificatenkoop werd, boven beschreven, al reglementeerd door 'prijseerlijkheid'. Hieraan is nog toe te voegen dat de beheerder, telkens hij de uitgifteprijs van de aandelen vermeldt, ook de terugnameprijs (die wat minder zal zijn) moet vermelden. Mochten de beleggers twijfelen of ze al dan niet zouden kopen, ze moeten weten dat een aandeel dat vandaag voor 110 D.M. werd gekocht, morgen niet aan dezelfde prijs weer kan van de hand gedaan worden (§ 21, 3).

53. 3. Bij het verwerven van een certificaat moeten aan de spaarders volgende stukken ter hand gesteld zijn: het beleggingscontract, een verkoopsprospectus en een afschrift van het koopaanbod (intekenformulier) (§ 19, 1).

Het intekenformulier moet een verwijzing inhouden naar de emissie-toeslag en de jaarlijks te betalen beheerderscommissie (§ 19, 1).

Het beleggingscontract ('die Vertragsbedingungen') dat moet vastliggen vóór de emissie en goedgekeurd moet zijn door de 'Bankenaufsichtsbehörde' (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen) (1), moet een achttal informatierubrieken bevatten. Hiertoe behoren o. m. de criteria voor de keuze van de beleggingen, de beloningswijze en -grootte voor de beheersmaatschappij en de depotbank, de voorwaarden van roeyement, de wijze van verdeling der opbrengsten (§ 15, 3).

De verkoopsprospectus moet alle informatie bevatten, die op het ogenblik van het aankopen van een certificaat, voor de behoordeling van de voorgestelde belegging door de spaarders noodzakelijk is (2).

(1) Resp; § 15, 1 en 2. Het Bundesaufsichtsamt heeft een type-beleggingscontract opgesteld, dat aan de beheersmaatschappij wordt voorgesteld. De tekst hiervan vindt men bij BAUR, op. cit., p. 629 e. v.

(2) Overeenkomstig de richtlijnen voor reclame van de Internationale Handelskamer mag reclame die aanspoort tot geldbelegging geen gegevens bevatten die van aard zijn om verwarring te stichten m. b. t. de opbrengsten (U. EICKE, Investmentfonds in der Baisse, BB, 3/70, p. 29).

Dit is o.m. informatie over de beheersvennootschap (1), een herhaling van wat in het beleggingscontract moet opgenomen worden, een balans en een verslag (volgens § 25, 1, 1 en 2) over het fonds, een verslag van niet ouder dan 15 maanden, waaraan desgevallend (2) de halfsjaarlijkse inventaris moet toegevoegd worden, verder ook informatie (3) over het recht op herroeping van de koop en tenslotte alle verdere gegevens die het 'Bundesaufsichtsamt' voor de beoordeling van het concrete fonds nodig acht en diens-tengevolge in de prospectus doet opnemen (§ 19, 2).

52. 4. De prospectus-aansprakelijkheid wordt geregeld in § 20. Indien gegevens, die voor de beoordeling van de belegging essentieel worden beschouwd (4), in de prospectus onjuist of onvolledig zijn weergegeven dan kan wie op grond van de prospectus certificaten kocht, van de beheersvennootschap en -desgevallend -van zijn verkoper (5), beiden solidair, de terugname van zijn certificaat eisen en dit tegen de prijs die hij ervoor betaald heeft (6).

-
- (1) Haar identiteit en de identiteit van de depotbank (§ 19, 2).
 - (2) Indien het jaarverslag ouder is dan 9 maanden.
 - (3) 'Eine Belehrung' !
 - (4) Dit zijn : de identiteit van de beheersvennootschap en de bank, de gegevens uit het beleggingscontract en de jaarverslagen (§ 20, 2).
 - (5) De verkoper die in eigen naam en in het kader van zijn beroepsbedrijvigheid verkocht heeft. Voor bemiddelaars of verkopers die in iemands anders naam verkochten (en dit deden in het raam van hun beroepsbezigheid) geldt een aparte regeling : zij zijn eveneens aansprakelijk als ze van de onvolledigheid of onjuistheid op de hoogte waren. Dit laatste is dan te bewijzen door de koper. In ieder geval kan de koper de vordering instellen tegenover de beheersmaatschappij.
 - (6) Niet de royementsprijs, want die is lager dan de aankoopprijs en wordt periodisch vastgesteld. Is de koper op het ogenblik van het ontdekken der onjuistheid geen eigenaar meer van het certificaat dan kan hij terugvorderen het verschil tussen de door hem betaalde prijs en de royementsprijs op het ogenblik van de verderverkoop (niet de effectieve prijs van de verderverkoop).

Aan hun verantwoordelijkheid kunnen de beheersmaatschappij en de verkoper ontkomen als ze bewijzen dat ze de onjuistheid of onvolledigheid der gegevens niet gekend hebben en dat deze omstandigheid niet op een grote vergetelheid berust. Ze kunnen er eveneens aan ontkomen door te bewijzen dat de koper, op het ogenblik van de verkoop, van de onjuistheid of onvolledigheid op de hoogte was. De verjaringstermijn voor de vordering is zes maanden vanaf de kennisname van de onjuistheid, maximaal echter drie jaren vanaf het sluiten van de koopovereenkomst. Deze regeling is slechts een toepassen van het algemeen contractenrecht: dwaling en bedrog (§ 119 en § 123 BGB). Bijzonderheden zijn evenwel dat de prospectus als contractstuk beschouwd wordt, dat de bewijslast verlegd wordt en een korte verjaringstermijn wordt ingesteld.

- 52.5. Om de spaarder te beschermen tegen leuren of agressieve verkoopmethode met en voor investmentcertificaten werd de volgende regeling uitgewerkt. Wanneer iemand een 'op koop gerichte wilsverklaring' (1) deed op grond van mondelinge onderhandelingen buiten de vaste kantoren van wie met hem onderhandelde dan geldt deze wilsverklaring slechts voor zover ze niet binnen een termijn van twee weken tegenover de beheersmaatschappij herroepen werd (ontbindende voorwaarde). Deze termijn van twee weken begint te lopen vanaf de 'wilsverklaring' en zo deze niet gedateerd is, dan -ten vroegste- vanaf de overhandiging van de verkoopsprospectus ; zo dit tijdstip evenmin vaststaat moet de verkoper maar een door hem voorgehouden ogenblik bewijzen. Indien er reeds betalingen zijn verricht moeten die door de beheersvennootschap gerestitueerd worden (2).

(1) Opzettelijk wordt het woord 'koop' niet gebruikt teneinde opties, compromissen e. d. in de beschermingsregel te omvatten.

(2) De waarde van het aandeel wordt hiertoe berekend, niet op de dag van de aankoop maar op de dag van het gebruik maken van het herroepingsrecht.

Het herroepingsrecht bestaat niet voor de koper die de certificaten kocht in het kader van zijn beroepsbezigheid en evenmin voor de koper die de onderhandelingen zelf aanvroeg. Van het herroepingsrecht kan niet afgezien worden (1). Ook van deze regeling kan men zeggen dat ze in principe niets nieuws is. De Gewerbeordnung verbiedt immers het leuren met waardepapieren (§ 56) en reeds op grond van het overtreden van dit wettelijk verbod zou een koop, als voorgehouden in § 23 KAGG nietig te verklaren zijn (§ 134 BGB en § 56 Gew O). Ook de uitzondering betreffende de voorafgaandelijk gevraagde onderhandelingen of gedane bestelling komt uit de Gewerbeordnung (§ 55, 1). Verder kan men, bij vele vormen van agressieve verkoopmethode, een beroep doen op arglist en bedrog vanwege de verkoper (§ 123 BGB). De nieuwe draagwijdte van de herroepingsregeling is, zoals bij de prospectusaansprakelijkheid, het verleggen - en daardoor voor de koper lichter maken - van de bewijslast. Verder wordt aan de koper een solvabele debiteur geboden: niet tegenover de verkoper moet hij herroepen en ^{niet van hem moet hij} er zijn geld van terugkrijgen maar wel tegenover de beheersvennootschap, die overigens terecht moet instaan voor het aan verkopers toevertrouwen van de certificatenplaatsing. Dat de herroepingsregel verwijst naar de Gewerbeordnung heeft ook voordelen: men hanteert klare begrippen. 'Vaste kantoren' ('ständige Geschäftsräume') bijv. en 'voorafgaandelijke bestelling' hebben een duidelijke, door de jurisprudentie uitgetekende inhoud (2). Door deze regeling wordt het leurverbod voor roerende waarden van een aangepaste sanctie voorzien. De andere procedures blijven evenwel open en zullen wellicht ook nog gebruikt worden gezien de voor deze 'gemakkelijke' vordering van § 23 KAGG-noodzakelijkerwijs korte termijn.

(1) De koper geraakt echter in grote bewijsmoeilijkheden wanneer het door hem ondertekende stuk (in kleine letters) vermeldt dat hij op voorhand bestelde!

(2) Zie het commentaar van BAUR, op. cit., p. 272.

g. Terugnameverplichting

53. Duitse vastgoedfondsen in de zin van de wet zijn 'open-end'-fondsen : de certificaathouders hebben ten allen tijde het recht hun aandeelbewijzen in te leveren en hiervoor de waarde van hun aandeel, zoals die inmiddels objectief evolueerde en getaxeerd werd door de experts, te ontvangen (§ 11, 2). Om aan de courante royementsaanvragen te voldoen moet de beheersmaatschappij van een vastgoedfonds minimum 5 % van de waarde van het fondsvermogen in liquide beleggingen plaatsen (banktegoeden die door de 'Deutsche Bundesbank' tot pandbelening zijn toegelaten (1)).

Voor het geval deze liquiditeiten niet voldoen of niet beschikbaar zijn kan de beheersmaatschappij in het beleggingscontract een termijn voorzien tot na verloop van dewelke het royement kan opgeschort worden (2). Als na deze termijn de liquiditeiten nog niet toereikend zijn dan moeten bestanddelen van het vastgoedvermogen verkocht worden.

Tot na verkoop van deze goederen, maximaal echter tot één jaar na de aanvraag voor royement, kan de fondsbeheerder royement weigeren. Deze termijn van één jaar kan door het beleggingscontract en met maximaal één jaar verlengd worden (3). Heeft dan nog geen verkoop -onder normale omstandigheden (4) - kunnen plaatsgrijpen dan mag de beheerder ten voldoening van het royement, leningen aangaan op de bestanddelen van het vermogen. Deze leningen moeten echter door verkoop van fondsgeederen of op gelijkaardige

- (1) Deze laatste worden voor 75 % van hun waarde aangerekend. Het geld dat, boven deze 5 % nog voor royement wordt voorbehouden mag, ten belope van een volgende schijf van 5 % in op de Duitse beurzen genoteerde aandelen in obligaties belegd worden. § 35.
- (2) Er weze aan herinnerd dat het beleggingscontract door het 'Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen' moet goedgekeurd worden.
- (3) In deze termijn is dus al de vorige contractuele termijn inbegrepen !
- (4) Fondsgeederen mogen immers maar verkocht worden als de ontvangen geldwaarde niet beneden de getaxeerde waarde gaat.

wijze (wanneer dan die verkoop in gunstige omstandigheden zal plaatsvinden) afgelost worden (§ 36). Belening van het fondsvermogen en aflossing ervan moeten aan het 'Bundes-aufsichtsamt' meegedeeld worden. Door deze uitbouw van het royementsrecht is de Duitse wetgever o. i. geslaagd in zijn poging om royement met vastgoedbelegging te verzoenen. De belegger weet dat hij ten laatste twee jaren na de dag van het aanbieden van zijn certificaat de vastgestelde terugnameprijs zal ontvangen terwijl de fondsbeheerder de mogelijkheid heeft om eventuele liquiditeitsmaatregelen in gunstige omstandigheden te treffen.

h. Fiscale behandeling van het fondsvermogen en de opbrengsten

- 54.1. Daar de certificaathouders niet rechtstreeks eigenaars zijn van het beleggingsvermogen en er tussen hen en dit vermogen een tussenschakel is, zou in normale omstandigheden een dubbele belastingsheffing ontstaan. Dit wordt door de wet uitgeschakeld door het beleggingsvermogen fiscaal niet als eigendom van de beheersmaatschappij maar als 'Zweckvermögen', als zelfstandig belastingsplichtige te beschouwen, in de zin van § 1, 1 nr. 5 KstG (1). Van vennootschapsbelasting (Körperschaftssteuer), bedrijfsbelasting en vermogensbelasting is het beleggingsvermogen echter vrijgesteld (§ 38). De uitkering aan de beleggers, het saldo van opbrengst en kosten (tot de kosten behoren eveneens de afschrijvingen binnen het raam van § 7 EstG) zijn inkomsten uit kapitaalvermogen en worden in de inkomstenbelasting bij de beleggers belast (§ 20, 1, 1 EstG) (2).

(1) Körperschaftssteuergesetz, 13 okt. 1969 (BGBl., I, p. 1969) aldus § 38 KAGG.

(2) Einkommenssteuergesetz, 12 dec. 1969 (BGBl., I, p. 2266).

Fiscaal vrij zijn de uitkeringen voor zover ze opbrengsten van verkopen van fondsbestanddelen inhouden tenzij het om speculatieve verkopen ging (wanneer tussen het tijdstip van aankoop en verkoop minder dan twee jaar verliep, § 23 ES G) (1).

Ten behoeve van de belastingsregeling moet de beheersmaatschappij aan de beleggers de herkomst en de samenstelling van de uitkering meedelen (§ 47).

- 54.2. Voor de tot nu toe bestaande open vastgoedfondsen (III-Fondsen, Despa-fonds en CO-OP-immobiliënfonds) die een voorgeschakelde vennootschap als eigenaar opstelden is een vlotte en fiscaal 'geruisloze' overgang naar de bij de wet voorziene organisatie geregeld (art. 2-4 AndG KAGG/Gew O).

(1) Voor beide regelingen is er de uitzondering dat deze opbrengsten anders behandeld worden als ze ontvangen worden in het raam van een bedrijfsuitoefening.

§ 4. Duitse reglementering m.b.t. buitenlandse beleggingsfondsen

55. 1. Tot de invoering van de convertibiliteit der Duitse Mark, in 1958, was de afzet van buitenlandse investment-certificaten in Duitsland vrij onbelangrijk. De netto-afzet bedroeg in 1959 80 miljoen D.M., één zevende van de totale netto-verkoop in de Bondsrepubliek.

Van 1959 to 1964 daalde dit cijfer nog tot 20 miljoen. Nadien echter, onder invloed van het doorstoten der investment-idee en de grote bloei van internationale 'agressieve' fondsen (1) verdubbelde de verkoop elk jaar. 1965 haalde een cijfer van 77 miljoen, 1966 : 152 miljoen, 1967 : 300 miljoen, 1968 : 950 miljoen en 1969 (eerste 11 maanden) meer dan twee miljard. In dit laatste jaar werd door de Duitse fondsen voor 3,1 miljard D.M. verkocht (2).

Alleen al omwille van de omvang dezer operaties drong een wettelijke regeling zich op, vooral daar Duitsland geen strenge desbetreffende deviezenreglementering kent en ook de verkoop van roerende waarden er niet, zoals in andere landen, voorbehouden is aan erkende wakmensen (3).

55. 2. De noodzaak van een wettelijk ingrijpen werd des te feller aangevoeld toen sommige internationale fondsen in moeilijkheden geraakten (Amerikaanse beurzen-baisse) en er meteen allerhande minder eerlijke beheerspraktijken aan het licht kwamen (4).

-
- (1) Zie bijv. 'The midas of the mutual Funds' (Bernie Cornfeld van I.O.S.), Time, 1970, 56-57 ; maar ook : Wilt U echt rijk worden (een verslag over de I.O.S.- affaire) van Ch. RAW, B. PAGE en G. HODGSON, Baarn 1971.
 - (2) J. BAUR, op. cit., p. 417-418. Gegevens bij hem geciteerd uit 'Monatberichte der Deutsche Bundesbank'. Deze gegevens hebben betrekking tot het door buitenlandse fondsen bij het Duitse publiek ingezamelde spaargelden ; over de met deze gelden inmiddels gerealiseerde inventariswaarde van de beleggingen zeggen ze nietveel.
 - (3) In tegenstelling tot België, Frankrijk en Luxemburg bij voorbeeld.
 - (4) Vooral fondsen die in het land van hun zetel aan geen bijzondere beleggingsfonds-wetgeving of -controle onderworpen zijn, de zgn. 'off-shore funds'.

Werd tevoren de door de activiteit van buitenlandse fondsen teweegebrachte kapitaalexport nog geduld omdat door diezelfde activiteit de beleggingsfonds-idee ruime verspreiding kende en aldus ook de Duitse fondsen ten goede kwam, dan berekenden de misbruikers van de vooral in de laatste jaren sterk gegroeide 'off-shore funds' een aantasten van de 'goodwill' der investmentidee.

De reden waarom deze fondsen in moeilijkheden geraakten lag in het 'Dauer-optimismus' (1) van hun managers, het geloof van deze laatsten dat mooie liedjes wèl lang duren. Dit geloof in een steeds maar betere conjunctuur leidde hen tot riskante operaties als 'levrage', 'hedging', overrevaluatie van 'letterstocks' en 'speculatie-verwekkende kopen'.

'Levrage' duidt het 'hefboomeffect' aan dat het aanwenden van veel vreemd kapitaal teweegbrengt tegenover het eigen kapitaal. Een voorbeeld naar V. EICKE : Men bouwt een huis met 400.000 Fr. eigen kapitaal en 600.000 Fr. vreemde middelen (= 1.000.000). Verkoopt men dit huis later voor 1.400.000 waarbij dus een meerwaarde van 40 % wordt gerealiseerd, dan betekent dit voor het eigen kapitaal een meerwaarde van 80 % (vreemd kapitaal dat moet terugbetaald worden blijft gelijk). Andersom, verkoopt men nadien het huis voor 800.000 Fr., dan betekent dit verlies van 20 % op het geheel, 40 % verlies op het eigen kapitaal. Het principe hieraan ten grondslag liggend is dat geleend geld niet deelt in de meerwaarde en evenmin in de risico's.

'Hedging' duidt op termijnaffaires. Tegen premiebetaling verkrijgt men het recht om tot een bepaald tijdstip waardepapieren aan te kopen tegen een vooraf bepaalde koers. Sluit men de affaire af tegen een koers van 50 Dollar (men betaalt bijv. 5 dollar premie) en kan men achteraf, wanneer de koers 75 dollar staat toch kopen aan 50 (+ 5) dan verdient men er goed aan. Andersom kan men ook op baisse speculeren en een verkoopbelofte aangaan tegen de prijs van 45 Dollar. Als men, omwille van de baisse, op het ogenblik van de levering slechts 40 Dollar moet neertellen om tegen 45 te leveren waardepapieren te kopen is er ook een goede zaak gedaan.

(1) Zie V. EICKE, Investment-fonds in der Baisse, Betriebswirtschaft, 3/70, 29-35.

Het gaat dan om 'leerverkäufe' ; men verkoopt wat men niet in bezit heeft. Deze operaties speculeren op grote koersverschillen. Fluctueren de koersen niet in belangrijke mate dan gaan de betaalde premies tenminste voor een deel verloren en aldus vermindert het fondsvermogen.

Letter-stocks zijn niet-geregistreerde aandelen die privé geplaatst worden door vennootschappen met een grote kapitaalsbehoefte. Ze worden per belangrijk pakket geplaatst en de opnemer krijgt dan meestal een 'afslag' van $\pm 30\%$. Anderzijds verbindt de opnemer er zich gewoonlijk toe de aandelen gedurende een paar jaren in portefeuille te houden. Overevaluatie ontstaat dan wanneer men deze aandelen evalueert in functie van de beurswaarde, die wel geregistreerde titels van dezelfde vennootschap halen, sowieso $+ 30\%$, zonder rekening te houden met het feit dat de beurswaarde zou dalen wanneer men het hele pakket ineens op de markt zou 'gooien'.

Een voorbeeld geciteerd bij EICKE : een beleggingsfonds kocht letter-stocks van Wellington- Electronics, ten belope van 743.000 Dollar. Twee dagen later werden ze in het bilan opgenomen voor een waarde van 1.263.938 Dollar ($+ 59\%$ in twee dagen !). Dit kwam omdat de fondsmanagers, bij gebreke aan een koersindex, zelf de waarde papieren mochten taxeren !

Speculatieverwekkende aankopen ('Gezielte Käufe' (EICKE)). Het gaat hier om een koersmanipulatie, die als volgt verloopt. Van een vrij onbeduidend aandeel worden door het fonds regelmatig, kleine hoeveelheden opgekocht. Het speculerende publiek gaat dan denken dat hier een aandeel 'ontdekt' is, dat in de toekomst veel te verwachten laat, en begint eveneens te kopen, waardoor de koers stijgt. Als deze koers goed hoog is, stoot het fonds de opgenomen aandelen weer af tegen een voordelige prijs. Het principe van dit soort operaties is "wie het laatst aandelen koopt zal ze -wanneer na een tijdje de manipulatie ontdekt is, niet meer kunnen verkopen. Dergelijke transacties geschieden in de U.S.A. op de 'over-the-counter-market', waarop o.m. aandelen te koop zijn die niet op de beurs geregistreerd zijn en geen officiële quotering krijgen.(1).

Zouden de gunstige tijden aanhouden dan was hiervan een prachtig resultaat te verwachten, maar zo het tij keerde - wat zich voordeed - dan werd het een catastrofe.

(1) Over de werking en betekenis van deze markt, zie :
G. RENDU, Le marché over-the-counter aux Etats-Unis,
Banque, 1971, 687-693.

Van deze katastrofen waren vooral deze beleggers het slachtoffer, die zich door de agressieve verkoopmethode (1) van de investmentleurlers hadden laten paaien tot beleggingen in dubieuze 'growth'- of 'go-go-fondsen'.

'Growth'-fondsen (berekend op intrinsieke waardegroei i.p.v. uitkering van opbrengst) keren veelal en dit gedurende vast bepaalde tijd, geen of geen grote dividenden uit maar beleggen de opbrengst dadelijk opnieuw. Wanneer dan de inventariswaarde van de certificaten plots op 1/10 tot 1/50 van de vroegere 'geschatte' waarde lijkt te vallen zijn de beleggers er erger aan toe dan anderen die tenminste nog jaarlijkse opbrengst kregen. Waardemanipulatie vanwege de managers is hier dan ook makkelijker : opbrengst en waarde-aangroei kunnen best alleen maar op papier bestaan, zolang ze niet 'verzilverd' moeten worden.

'go-go'-fondsen zijn eveneens 'growth'-fondsen waarvan de waarde steeds maar hoger 'gaat en gaat'.

De verkopers zelf en de fondsmanagers hadden in de voorbije jaren goed geld verdiend, de eersten dank zij de forse commissielonen, de managers dank zij de beheersprovisie die berekend werd als percentage op de door henzelf vaak autonoom getaxeerde waarde van het beleggingsvermogen.

Commissielonen en beheersprovisie werden soms nog extra opgedreven door manipulatie met percentageberekeningen, overevaluatie van het vermogen en 'front-loading' bij spaarbeleggingsplannen.

Een bekende percentagemanipulatie is het 'van boven naar onder' berekenen van het commissiepercent, i.p.v. 'van onder naar boven' ! Van 'boven naar onder' betekent het lastenpercentage berekenen op de netto-waarde + de reeds inbegrepen lasten. Men verkoopt bijv. een certificaat voor 109,29 DM. Hierin is begrepen de netto-waarde (100) en 8,5% lasten ($109,29 - (8,5 \% = 9,29) = 100$). Dit is 'van boven naar onder' berekenen.

(1) Niet alleen wordt hiermee de 'voet-tussen-de-deur' techniek bij huisverkoop bedoeld maar eveneens de vaak aforistische reclame die van aard is om grote verwachtingen te creëren. Vergelijkingen van investment-certificaten-index met de Dow Jones, zogenaamde fiscale voordelen en het vermeend -eerder matigende - tendentiële gelijlopen van muntontwaarding en beurskoers-evolutie behoren hiertoe.

Andersom kan men een certificaat verkopen voor 100 DM + 8,5 % lasten, waarbij 8,5 % op 100 DM 8,5 DM betekent, nl. voor 108,5 DM. In beide gevallen bedraagt het percentage 8,5 %. Effectief betaalt men in het eerste geval 9,29 DM, in het tweede geval 8,5 DM.

Front-loading bij spaarplannen betekent dat bij een beleggingsplan - over meerdere jaren - de verdeling van de lasten zo opgesteld is dat tijdens het eerste 'betaaljaar' 75 % van de verrichte betalingen voor onkosten dienen. Slechts 25 % wordt effectief belegd en vermeerderd in waarde. Wil een belegger zich na 2 à 3 jaren terugtrekken dan ontvangt hij minder dan het reeds betaalde bedrag. De in het begin betaalde kosten, vergoeding voor het hele beleggingsplan (bijv. 10 jaar) worden hem niet proportioneel gerembourseerd.

56. Bij het opstellen van een reglementering die de spaarders zou beschermen moest de Duitse wetgever er rekening mee houden dat de verkoopmethode in de Bondsrepubliek en de in Duitsland afgesloten beleggingsovereenkomsten wel door een Duitse wet konden geregeld worden maar dat een dusdanige wet geen rechtstreekse impact zou kunnen hebben op de beheersformule en de juridische organisatie zelf van buitenlandse fondsen. Onrechtstreeks kon dit, maar slechts in beperkte mate, door de wet van 28 juli 1969, het Auslandinvestmentgesetz, gerealiseerd worden op de volgende manier.
- 56.1. Buitenlandse beleggingsfondsen die volgens het principe van de risicospreiding beleggen (1) en in Duitsland door reclame, openbaar aanbod (2) of op gelijkaardige wijze certificaten verkopen moeten hiervoor van het 'Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen' een toelating verkrijgen. Deze toelating is geen positief goedkeuren van de organisatie en de projecten van het fonds. Ze berust immers niet op een 'boniteitsonderzoek' zoals bij de Duitse fondsen. De vakbekwaamheid van de bestuursleden en de projecten zelf worden niet onderzocht. De toelatingsvereiste dient slechts ter voorkoming van misbruiken; het gaat niet om een 'fiat' maar om een 'nihil obstat'. Wanneer het Bundesaufsichtsamt binnen de twee maanden na de ontvangst van de aanmelding niet de toelating geweigerd heeft mag een fonds zijn activiteit aanvatten.

(1) Aan het principe van de risicospreiding geldt als vol-
daan, ook wanneer de middelen van het fonds in niet
onbelangrijke mate in een of meerdere andere fondsen be-
legd worden, die wel volgens de risicospreiding werken.

(2) Openbaar is elk aanbod dat zich tot een onbepaalde kring
van personen richt, o.m. reclame in Pers, T.V., per post...

56.2. Deze toelating wordt verder aan een buitenlands fonds slechts verleend wanneer er voor dit fonds een Duitse kredietinstelling of een vakkundig, betrouwbaar persoon als vertegenwoordiger wordt aangeduid, wanneer bij het fonds een depot-bank wordt betrokken en het beleggingscontract een aantal bepalingen inhoudt, waarvan de wetgever oordeelt dat ze een minimumbescherming voor de belegger inhouden. Door het vereiste een binnenlandse kredietinstelling of een vakpersoon als vertegenwoordiger te benoemen wordt een buitenlands beleggingsfonds onder onrechtstreeks toezicht van het 'Bundesaufsichtsamt' geplaatst : de kredietinstelling of de 'vakpersoon' zullen immers onder dit toezicht ressorteren en als dusdanig hun medewerking niet mogen verlenen aan operaties die hen door het 'Kreditwesengesetz' verboden zijn. Anderzijds kan het fonds ook niet buiten de medewerking van zijn vertegenwoordiger om tot deze operatie overgaan. De omvang der (exclusieve) vertegenwoordigingsmacht van de Kredietinstelling is in § 6 van de wet vastgesteld en kan door de buitenlandse opdrachtgever niet beperkt worden.

De depot-bank die bij het fonds wordt betrokken moet globaal gezien - d.i. ter beoordeling aan het Bundesaufsichtsamt - de belangen van de beleggers verzekeren zoals de depotbanken bij Duitse beleggingsfondsen de belangen van de spaarders, krachtens § 11 KAGG, verzekeren. Daarnaast moet het buitenlands fonds een of meerdere Duitse Kredietinstellingen aanduiden waar betalingen kunnen worden gedaan.

56.3. Het beleggingscontract (§ 1, 4) moet aan de volgende voorwaarden voldoen. Krachtens het contract moeten de beleggers onmiddellijk na het storten van hun inleg, deel krijgen aan het fondsvermogen.

Het herroepings- en royementsrecht (1) moet verzekerd zijn. Bij langdurige spaarovereenkomsten mogen de kosten der gehele belegging slechts voor maximum $1/3$ tijdens het eerste jaar gevorderd worden (ter voorkoming van 'front loading'). Parallel-len Dakfondsen (2) zijn verboden. De kredietopname mag voor roerende-waarde-fondsen slechts 10 % bedragen en dit slechts in bijzondere omstandigheden en voor korte termijn ; voor vastgoedfondsen is kredietopname slechts toegestaan, wanneer ze geschiedt in het raam van een ordentelijke zaakvoering (ter beoordeling) van het 'Bundesaufsichtsamt' en met toestemming van de depotbank (tot reglementering van de 'leverage'). Tenslotte moeten ook 'lege verkopen' (hedging-verkoop) door het beleggingscontract uitgesloten worden.

57. Op deze wijze kunnen sommige beheersmanipulaties uitgesloten worden. Rechtstreekse, positieve, richtlijnen voor het beleggingsbeheer, zoals die voor de Duitse fondsen bij de wet vastgelegd zijn, kunnen evenwel aan buitenlandse instellingen niet of niet in voldoende mate opgelegde worden. Ter bescherming van de spaarders is er hier geen andere mogelijkheid dan deze fondsen tot een zo correct mogelijke publiciteit omtrent hun beheer te verplichten, zodat de beleggers die ervan op de hoogte zijn dat de buitenlandse fondsen in eigen land niet gecontroleerd worden alle gegevens krijgen die voor een eigen beoordeling van hun belegging nodig zijn.

-
- (1) Beleggingsfondsen in de zin van de wet zijn open-end. Voor certificaten van closed-end fondsen is er geen algemeen verbod ; zij mogen wel ter beurse verkocht worden, op andere wijze (o.m. zoals hier) echter niet. In het algemeen zijn de bepalingen van deze wet niet toepasselijk op waardepapieren die ter beurse verhandeld worden.
- (2) Fondsen waarbij de inleg der beleggers integraal in een ander fonds belegd worden.

De verkoopsprospectus moet daarom deze gegevens bevatten (1) en verder moeten er - zoals voor de Duitse fondsen - jaarrekeningen en halfjaarlijkse berichten meegedeeld worden (§ 3 en 4). Bij alle publicaties die, in het raam van de reclame of het rekenschap geven, meegedeeld worden moet een vertaling in het Duits gegeven worden (§ 5). Al deze gegevens moeten door de buitenlandse beleggingsfondsen ook aan het Bundesaufsichtsamt doorgegeven worden.

Op het niet-nakomen van deze verplichting en het verstrekken van onjuiste informatie staan strenge straffen, tot het verbieden van de activiteit toe.

(1) De gegevens, bij de wet op de Duitse fondsen opgesomd.

HOOFDSTUK II : VASTGOEDFONDSEN IN ZWITSERLAND : HET "BUNDESGESETZ UBER DIE ANLAGEFONDS" (1966)

§ 1. De Zwitserse beleggingsfondsen en het tot stand komen van de wet van 1966.

58.1. Sedert 1930, toen de 'Société Internationale de Placement (SIP) opgericht werd, bestaan in Zwitserland beleggingsfondsen in roerende waarden, opgebouwd naar het Engelse 'trust'-voorbeeld. In 1938 werd door dezelfde initiatiefnemer een vastgoedfonds gestart.

Voor al in de na-oorlogse periode kwamen de Zwitserse beleggingsfondsen tot een zeer hoge bloei. Op tien jaar tijd vertienvoudigde de waarde van hun totale vermogen.

Twee redenen kunnen hiervoor aangegeven worden. Vooreerst beschikten de grote Zwitserse banken, die achter de fondsen staan, over veel buitenlands trustkapitaal.

De 'Inhaberzertifikate', certificaten aan toonder, maakten het ^{nogge dit trustkapitaal te beleggen in} de buitenlandse waardepapieren zowel als in Zwitserse gronden (1). Verder leidde de continue overproductie en de grote vraag naar investerings- en consumptiegoederen tot prijsstijgingen, d. w. z. tot geldontwaarding met als gevolg dat de houders van vaste-rentedragende obligaties, die zo al een geringe opbrengst bekwamen, ook nog een substantieel verlies leden op hun nominale vordering. Deze situatie bracht natuurlijk een 'Sachwertpsychose' mee, een 'rush' naar depreciatievaste, niet-nominale Vorderingen, een 'psychose' die nog gesteund werd door de propaganda van de fondsdirecties (2). Deze laatste boden welliswaar onrechtstreeks, beleggingen aan in aandelen en in gronden.

(1) Botschaft, p. 12-13. Kenschetsend is dat van de roerende-waarden-fondsen, die in buitenlandse aandelen belegden of een gemengde portefeuille hielden meer dan 50 % der certificaten in buitenlandse handen was. Zie ook : F. W. C. BLOM, De Zwitserse Immobiliëntrust, N.V., 43, p. 102.

(2) Aldus o. m. de rapporteurs der commissie in de Nationalrat, de hh. Burrenmatt en Galli, ABN 11/1966, p. 242 en 245.

58.2. Naast de grote voordelen werden echter - met de verbreding van de fondsactiviteiten - ook al vroeg de gevaren voor de spaarders duidelijk. Daarom diende R. ROSSET op 26 juni 1957 een motie in bij de Nationalrat, waarbij een wetsontwerp op de beleggingsfondsen werd gevraagd. In maart 1958 werd deze motie nogmaals opgenomen en hield de heer Rosset voor dat het wetsontwerp de volgende regeling zou moeten inhouden : de instelling van een toezicht van overheidswege, publiciteitsvoorschriften voor de fondsen, beveiliging van de beleggers in geval van faillissement der fondsdirectie en, voor het overige, een civielrechtelijke verklaring van de rechtsverhoudingen bij een beleggingsfonds. Daarop werd door het Ministerie van Financiën Professor Rudolf PROBST aangesteld om, zo hij een wetgeving op de beleggingsfondsen nodig mocht vinden, een ontwerp op te stellen. October 1959 werd zijn ontwerp aan een expertencomité van hoogleraren en directeurs voorgelegd die in samenwerking met de auteur tot het zgn. 'Expertenentwurf' (1960) kwamen (1). Daarop voortbouwend werd een wetsontwerp gemaakt door het Ministerie (1 mei 1961) en de tekst ervan werd op 14 juli 1961 ter discussie voorgelegd aan de kantons, de geïnteresseerde zakenkringen en verenigingen en aan de pers. Door de meerderheid werd dit ontwerp gunstig onthaald maar de zakenkringen hadden bezwaar tegen wat ze een te gedetailleerde (economische) regeling noemden. Voor hen volstond een goede civielrechtelijke verklaring. Daarop werd het ontwerp terug ter studie genomen door het Ministerie en er werd een klein adviserend expertencomité ingesteld (2).

-
- (1) Voor de geschiedenis van de wet, Zie Botschaft, p. 1-2 ; Het expertencomité bestond uit de Professoren Jäggi, Marbach, Rosset en verder de heren Renk en Schweri.
 (2) Bestaande uit P. Jäggi, R. Probst en A. Hirsch

Het uit deze werkzaamheden resulterende vierde stuk werd gestuurd aan de Bankcommissie, de 'Kammer für Revisionswesen' en de fondsleidingen. Het werd gunstig onthaald. Het definitieve wetsontwerp kwam dan klaar in 1965 en werd in de loop van 1966 besproken door de 'Nationalrat' en de 'Ständerat'. Het werd tenslotte goedgekeurd op 1 juli. De wet en het uitvoeringsbesluit van 20 januari 1967 traden in werking op 1 februari 1967 (1).

- 58.3. Ondertussen groeide het 'statuutloze geld' voortdurend aan. Was het fondsvermogen op het ogenblik van de 'motie Rosset' reeds het tienvoud van 1946, het zou tussen 1957 en 1964 (2) van twee miljard Zw. Fr. tot zeven miljard oplopen (3). Nadien veranderde evenwel de conjunctuur, het kapitaal werd duurder en de obligaties weer beloftevol. Bovendien werd de toevloed van buitenlands geld beperkt door het 'Bundesbeschluss' van 13 maart 1964 (4) en werd het volledig onderworpen aan de Immofund-opbrengster aan de 'Verrechnungssteuer' aangekondigd (5).

-
- (1) Het Bundesgesetz über die Anlagefonds BGA en de Vollziehungsverordnung (VVA) zijn verschenen in de reeks "Taschenausgabe der Bundesgesetze" bij Orell Füssli te Zürich 1967, met aanmerkingen van J.B. SCHUSTER (Secretaris van de Beleggingsfonds-afdeling der Bankcommissie). Verder in de tekst wordt ook nog naar de 'Botschaft' verwezen, d. i. de toelichting bij het regeringsontwerp. Verwijzingen naar ABN, de officiële verslagen in de 'Nationalrat' en ABS, de verslagen van de 'Ständerat' vindt men eveneens. In de lijst van afkortingen worden uitvoeriger referenties gegeven.
- (2) In 1963 eindigde de geweldige opgang, zie Botschaft, p.11
- (3) Dit was meteen een van de redenen waarom het wetsontwerp gunstig werd onthaald bij de bankiersvereniging : waar ze aanvankelijk sceptisch stond tegenover een wet drong ze er in 1964 op aan dat die wet snel zou komen.
- (4) 'Bundesbeschluss über die Massnahmen zur Bekämpfung der Teuerung', voor twee jaren geldig, in 1966 met één jaar verlengd. Zie ABN 11/1966, p. 13-72
- (5) In tegenstelling tot de vroegere situatie. Zie over deze crisis i.v.m. de Zwitserse Vastgoedfondsen Dr. F.W.C. BLOM, 'De Zwitserse Immobilien-Trusts' in de NV, 43, p. 100-103

De fondsen moesten voor 274 miljoen Zw. Fr. aan certificaten terugnemen (1) en hun kapitaal zakte tot 5,8 miljard in 1966. Vastgoedfondsen werden nog opgericht maar bereikten niet meer de cijfers van vroeger. Sindsdien is er evenwel een lichte heropleving. In 1967 werd voor 6,37, in 1968 voor 7 miljard belegd en per september 1969 bedroeg het totale fondsvermogen 7,6 miljard Zw. Fr. (2)

- 59.1. De Zwitserse vastgoedfondsen waren meestal geconstrueerd als waardepapierfondsen, zoals het reeds eerder besproken Duitse III-fonds. Het geld van de spaarders word niet direct in onroerend goed gestoken maar met dit geld worden aandelen gekocht van een eigen onroerend-goed-vennootschap en verder worden aan die vennootschap grote leningen toegestaan. (3) Deze structuur houdt verband met het feit dat de vastgoedfondsen gebouwd zijn op het stramien^{en} van de roerende-waarden-fondsen en met de opvatting voor ogen als zouden de certificaathouders eigenaars zijn van het fondsvermogen (4). Deze stelling werd in vele beheersreglementen ingeschreven en de auteurs opteerden ervoor, meestal omdat de spaarder aldus verzekerd was in geval van faillissement der fondsdirectie of van de vastgoedvennootschap(5).

-
- (1) 244 miljoen voor de roerende-waarden-fondsen, 30 miljoen voor de vastgoedfondsen. Voor deze laatste lag het bedrag uiteraard wat lager omwille van de contractuele roeyementsbeperkingen.
- (2) Sinds 1967 is evenwel de wet in voege getreden en mogen de niet aan de wet voldoende Investment Trusts niet meer de naam beleggingsfonds dragen. In de respectieve cijfers is voor 20,7, 14,7, en 14,6 miljoen vermogen van deze Trusts begrepen. Bron: 'La vie économique', 1969, nr. 11, p. 579
- (3) F.W.C. BLOM, Zwitserse wetgeving t.a.v. vastgoedfondsen, NV, 1968, 53-57
- (4) Botschaft, p. 34
- (5) o.m. R.SPOERRI, Der Investment Trust nach Schweizerischem Recht, Basel, 1958, p. 62, spreekt van een 'Mitberechtigung nach Bruchteilen'; Zie verder: Botschaft, p. 34 noot 1

Enkele juristen konden evenwel niet akkoord gaan. GAUTSCHI stelde dat de investment trust het type-voorbeeld is van een opdracht tot fiduciair vermogensbeheer (1). De fiduciair verwerft rechten en neemt verplichtingen op in eigen naam maar voor rekening van een ander. Hij is daarbij verplicht alles wat hij verwerft over te dragen aan de andere persoon wanneer die dat verlangt. Zo krijgt de beheerder van een fonds opdracht (Auftrag) van de spaarders om zich in eigen naam maar in hun belang beleggingsgoederen aan te schaffen en deze te beheren volgens de regels van het beleggingsbeheer. De vordering tot overdracht van wat in het raam der beheersopdracht werd verworven (Ablieferungsanspruch, art. 400 Obligationenrecht) is in zogenaamde 'trust-certificaten' wertpapiermässig verkörpert' (2) en verhandelbaar gemaakt. Voor de certificaathouder kan deze vordering vertaald worden als de persoonlijke aanspraak tot aflevering van (een breukdeel van) de jaarlijkse winst en van het liquidatiesaldo van het fondsvermogen. Deze laatste opvatting zou ook door de Zwitserse wet worden voorgehouden.

- 59.2. Een van de belangrijkste bepalingen die in de wet zou worden opgenomen is dat aan alle certificaathouders een recht op roeyement wordt toegestaan. Ten allen tijde kunnen ze hun belegging terug opvragen door hun certificaat in te leveren. Ze ontvangen dan hiervoor in geld het aan hun certificaat overeenkomstig deel van de inventariswaarde van het totale fondsvermogen op dat ogenblik. Deze instelling is het logische gevolg van de civielrechtelijke constructie van het beleggingsfonds als opdracht : die opdracht moet ten alle tijde herroepbaar zijn (art. 404 OR).

(1) 'Fiduziar ist wer in fremdem Interesse (jedenfalls AUCH in fremdem Interesse) EIGENE RECHTE erwirbt, ausübt, und/oder Verpflichtungen eingeht und/oder erfüllt', G. GAUTSCHI, Das Obligationenrecht, Bern, 1960, Bemerkung 13, a onder art. 394 OR, p. 23

(2) GAUTSCHI, op. cit., 19, a onder art. 394 OR, p. 28

Het economisch nut van dit royementsrecht voor de spaarders ligt hierin. Voor het goed functioneren van een beleggingsfonds is het nodig, aldus de Zwitserse ontwerpers, dat de beleggers geen inmengingsbevoegdheid krijgen in het beheer. Eenmaal dit principe geconsacreerd kan men hen evenwel niet dwingen ten allen tijde lijdzaam te blijven toezien hoe de fondsdirectie een, naar hun oordeel, slecht beheer voert. Daarom moet hen de mogelijkheid gegeven worden om uit het fonds te treden wanneer dit niet meer aan hun verwachtingen voldoet. Ofwel krijgen ze dus medezeggenschap ofwel mogen ze uittreden. Zowel het ontzeggen van het medebeslissingsrecht als het toestaan van de mogelijkheid om uit te treden paste uitstekend in de Zwitserse economische, respectievelijk juridische, redenering.

Tenslotte staan de beleggingsfondsen onder de controle van de Bankcommissie en zijn gedetailleerde en gereviseerde jaarrekeningen alsmede uitgebreide informatie voor de spaarders verplichtend gesteld.

De Zwitserse wet zou geen revolutie worden maar grotendeels de bevestiging van reeds gegroeide gebruiken. 'La loi se fonde sur ce qui existe pour en retenir ce qui est sain et en éliminer ce qui est malsain' (1).

§ 2. Elementen van het beleggingsfonds

60. Volgens artikel 2, A van het Bundesgesetz über die Anlagefonds (BGA) is het beleggingsfonds 'een vermogen dat, op grond van een beroep op het publiek, door beleggers wordt bijeengebracht met het oog op gemeenschappelijke kapitaalbelegging en dat door de fondsdirectie volgens het principe van de risicoverdeling voor rekening van de beleggers wordt beheerd'. Ter bescherming van de spaarders mogen instellingen die niet aan deze definitie beantwoorden, zich niet aandienen onder de naam 'beleggingsfonds' of onder andere benamingen welke verwarring zouden kunnen teweegbrengen (2).

(1) Aldus rapporteur Galli in de Nationalrat, ABN 11/1966, p. 245

(2) Art. 2, 2 BGA

Aan de andere kant kan men evenwel niet toelaten dat 'het toepassingsgebied van de wet zou uitgehold worden door gebruik te maken van de vrijheid van overeenkomst'. Het publiek moet eveneens beschermd worden wanneer beleggingsinstellingen gelden aantrekken en bewust niet voldoen aan de voorwaarden, gesteld voor de fondsen, zo bijvoorbeeld niet het principe van de risicobeperking respecteren. Daarom bepaalt artikel 1, 2 BGA dat de Bondsraad, in het uitvoeringsbesluit, ook de op beleggingsfondsen gelijkende vermogens onder de toepassing, de verplichtingen, van de wet kan stellen (3).

a. Een 'beroep op het publiek' (appel au public, öffentliche Werbung)

61. De wet bedoelt het publiek te beschermen, publiek dat vooral bestaat uit kleine spaarders die leken zijn in het beleggingsbeheer, aldus de toelichting. Daarom is het begrip 'beroep op het publiek' zo ruim mogelijk gemaakt. Aan deze voorwaarde is voldaan wanneer onder eenderwelke vorm, direct of langs (betaalde) tussenpersonen (2), geld wordt aangetrokken en voor zover dit niet geschiedt binnen een zeer beperkte kring van personen (3). Met dit laatste worden de private beleggingsclubs bedoeld en dus uitgesloten (4). Deze bepaling werd opzettelijk breder gehouden dan de parallele definitie in de Zwitserse bankenwet. Daar geldt het aantrekken van gelden slechts als openbaar voor zover het niet enkel bij de bankcliënteel en binnenskamers (innenhalb der Geschäftsräume) geschiedt (art. 3 VVBankengesetz).

(1) Aldus Botschaft, p. 58. Zie een toepassing hiervan in art. 5 Volziehungsverordnung Anlagefonds (VVA)

(2) Zie : L. M. SERVIEN, Quelques réflexions à propos du nouveau statut juridique des fonds de placement suisses 1969, 593-608, p. 594

(3) Botschaft, p. 58 ; VVA, art. 1

(4) Ook de bepaling dat het vermogen door een derde moet beheerd worden sluit deze 'Anlageclubs' ('syndicats' of 'Groupements de placement') uit.

De opstellers van de wet op de beleggingsfondsen dachten dat de toepassing van de wet in een met de bescherming der spaarders onverzoenbare mate zou verengd worden indien ze de omschrijving van artikel 3 VVB zouden handhaven. Een bredere omschrijving werd gekozen en als voorbeeld van wat wèl als een beroep op het publiek zal worden beschouwd werd uitdrukkelijk o.m. 'die Werbung am Bankschalter' (1) aangestipt.

b. De overeenkomst voor collectieve belegging (Le contrat de placement collectif, Kollektivanlagevertrag)

61. Elke individuele spaarder vertrouwt zijn geld toe aan de fondsdirectie (2) met de opdracht het, samen met de inbreng van anderen, te beleggen volgens de regels in de overeenkomst bepaald.
61. Deze analyse vanwege de opstellers van de Zwitserse wet werd ook reeds voordien aanvaard. De qualificatie als - enkel - opdracht en de aflijning ervan werden evenwel bemoeilijkt door het feit dat de relaties tussen de bij het fonds betrokken partijen geconstrueerd werden naar het Angelsaksische 'trust' -voorbeeld. Ook in dat kader staat de opdracht centraal. De aandacht van de fondsdirecties en van de hen adviserende juristen ging evenwel meer uit naar de eigendomsverhoudingen bij de 'trust - figuur' en hun ogenschijnlijk realiseerbare maar uiteindelijk steeds weer onhaalbare transplantatie in het continentale recht. Het was de juristen niet te doen om een correcte vertaling van het 'equitable ownership' en 'legal ownership' maar wel om de daaraan ten gronde liggende relatie tussen vermogensbezitter en - beheerder, (3)

(1) VVA, art. 1. Worden nog genoemd : 'z.b. Werbung durch Prospekte, Inserate, Zirkularschreiben, am Bankschalter'.
(2) Waarbij de depot-bank, vroeger 'Treuhand' - bank genoemd, als deelactiviteit van de fondsdirectie wordt beschouwd.
(3) Zie W. Van Gerven, Bewindbevoegdheid, Brussel 1962, nr. 11-14; en Beginselen van het Belgisch privaatrecht, Algemeen deel, Antwerpen 1969, nrs. 58-59, 90 en 95.

waarbij de beheerder juridisch eigenaar is van het vermogen en dus alle soepelheid geniet in het uitvoeren van zijn opdracht, waarvan de inhoud al dan niet op preciese wijze contractueel afgelijnd werd.

Anderzijds moet de vermogensbezitter, die de opbrengst geniet van het met ⁵geld aangeschafte vermogen, beschermd worden tegen een faillissement van de beheerder en verder tegen met het contract strijdige beschikkingen vanwege die beheerder over de onder trustverband staande goederen. Onderzoeken we nu even hoe deze bescherming zou kunnen uitgewerkt worden in een 'opdracht' - en 'mede-eigendomfiguur' en hoe de wet van 1966 aan de moeilijkheden in dit verband tegemoet kwam.

1. De bescherming van de beleggers bij de fiduciaire opdrachtsfiguur

62.1. Bij de 'trust-deed' wordt de 'trustgever' beschermd als 'equitable owner', als eigenaar volgens 'equity law'. Het vermogen dat door de 'trustee' als 'legal owner' in eigen naam voor een opdrachtgever wordt beheerd, zal, in geval van faillissement van de 'trustee' steeds uit het activum van diens boedel kunnen afgezonderd worden.

Deze 'splitsing van het eigendomsrecht', eerder de erkenning en de daaruit voortvloeiende bescherming der belangen van de ware economisch gerechtigde tot het vermogen, is op het Europese vasteland niet doorgevoerd.

Wanneer de beheerder omwille van zijn beheerstaak, en dus voor rekening van zijn opdrachtgever, tevens eigenaar is van het door hem beheerde vermogen en hij in faillissementsmoeilijkheden geraakt dan staat de opdrachtgever naar Zwitsers recht een beperkt afzonderingsrecht toe : de 'Auftragsrechtliche Aussonderung' (1)

(1) Deze 'Aussonderung' berust op de obligatorische band tussen de twee partijen, dit in tegenstelling met de zakenrechtelijke vindicatie.

Dit recht is beperkt omdat het een afwijking betekent van de regel dat de belangen moeten beschermd worden van derden die ~~dan moeten beschermd worden en die~~ van de opdracht niet op de hoogte waren en er op vertrouwd dat de goederen en aanspraken, welke zich in het vermogen van hun medecontractant bevonden, inderdaad 'van hem' waren.

door de opdrachtgever kunnen uit de activa van de failliete boedel der opdrachthouder slechts afgezonderd worden de reeds verworven roerende goederen die het voorwerp uitmaken van de 'Ablieferungssanspruch', de vordering vanwege de opdrachtgever tot afgifte door de opdrachthouder van wat deze laatste voor rekening van de eerstgenoemde in het raam van de opdracht heeft verworven (1). Onroerende goederen zullen steeds ten name van de beheerder in het 'Grundbuch' ingeschreven staan en dus ontegensprekelijk als zijn eigendom beschouwd worden. Alle derden mogen daarop vertrouwen (2)

62.2. Construeert men een beleggingsfonds als fiduciaire opdracht vanwege de beleggers aan de fondsbeheerder dan zijn die beleggers door de 'Auftragsrechtliche Aussonderung' niet beschermd (3). Hetgeen de beheerder voor rekening van de participanten in eigendom houdt zijn aandelen van en vorderingen op de voorgeschakelde vastgoedvennootschap. Deze aandelen en vorderingen maken evenwel niet het voorwerp uit van de 'Ablieferungsanspruch'.

(1) Zie hierover : GAUTSCHI, op. cit., nr. 10 onder art. 401 OR, vooral nr. 10, c, p. 523-525

(2) 'Das Grundbuch genießt öffentlichen Glauben', GAUTSCHI, nr. 6, b en 7 onder art. 401 OR, p. 518-520

(3) Indien men dan nog de toepassing van art. 401, 3 OR op de fiduciaire rechtsverhoudingen aanvaardt. Zie hierover GAUTSCHI, nr. 12-13 onder art. 401, p. 526-529, die daar positief tegenover staat. Het 'Bundesgericht' daarentegen wendt art. 401, 3 OR slechts terughoudend aan, nl. slechts bij toevallige opdrachtsverhoudingen ; de opdracht zou een 'accord de nature purement passagère' moeten zijn wat bij Investment Trusts niet het geval is. Zie K. AMONN, Ueber die Eigentumsverhältnisse bei den Schweizerischen Investment TRSTS, Bern, 1965, p. 54 met rechtspraak geciteerd

Wat de beheerder volgens het fondsreglement aan de beleggers-opdrachtgevers moet afgeven zijn niet de concrete aandelen en vorderingen - het reëel verdelen van het fondsvermogen is expliciet uitgesloten - maar wel een deel in geld van de WAARDE (de liquidatiewaarde) van het vermogen (1). Men kan natuurlijk stellen dat de reële aandelen en vorderingen slechts de vertegenwoordiging zijn van de waarde die het voorwerp van de afgifteverplichting uitmaakt. Bij tekort aan liquiditeiten om aan de roeyementsverzoeken te voldoen zal men zelfs tot het verzilveren van deze aandelen en vorderingen moeten overgaan. Binnen het raam van het Zwitserse recht, zoals het voor de wet bestond, zou het echter een onaanvaardbare uitbreiding van het beperkend te interpreteren artikel 401, 3 Obligationenrecht betekenen wanneer men het afzonderingsrecht niet alleen toestaat voor zaken die moeten afgeleverd worden en voor zover ze reëel aanwezig zijn maar bovendien ook toestaat aanwezige maar niet onder de afleveringsplicht vallende zaken af te zonderen tot dekking van de aanspraak tot afgifte.

Sinds korte tijd werden door de fondsbeheerders, met het oog op de toekomstige evolutie van hun fonds en omwille van de steeds maar stijgende grondprijzen, ook gronden aangekocht, die dan later door middel van verkoop aan - en bebouwing door de voorgeschakelde vastgoedvennootschap weer in de normale beleggingsformule zouden ingeschakeld worden. Ten aanzien van deze gronden kan er natuurlijk geen afzonderingsrecht ten gunste van de certificaathouders bestaan (zie boven).

Niet alleen de fondsbeheerder kan in faillissement geraken. Principieel bestaat deze mogelijkheid ook voor de 'Treuhand' -bank.

De 'Treuhand' -bank, zoals deze vroeger werd genoemd, heeft naast haar bewakingsfunctie over de beheerder en het verzorgen van de financiële dienst van het fonds (uitgifte en

(1) AMONN, op. cit., p. 52-55

terugname van certificaten) vanwege de beheerder opdracht gekregen aandelen aan te kopen en de stukken van het fondsvermogen te bewaren. Op de stukken welke ze in depot houdt heeft de beheerder als eigenaar ervan (1) een vindicatierecht, een 'dingliche Herausgabeanspruch'. Ten aanzien van de titels welke door de bank als commissionair, in eigen naam, werden aangekocht en die nog niet in het depot zijn neergelegd heeft de beheerder, als comittent, de 'obligatorische Herausgabeanspruch' van artikel 401, 3 Obligationenrecht (2). Baargeld, dat de bank voor rekening van het fonds houdt, zal vermengd zijn met het andere geld-in-kas en de fondsbeheerder zal hier slechts een gewone schuldvordering hebben welke met die van de andere schuldeisers zal samenkomen (3). (4). Uiteraard beschikt de beheerder over deze vorderingen als een fiduciaire opdrachthouder, dus steeds in het belang en voor rekening van de certificaathouders, zijn opdrachtgevers.

62.4. Uit dit overzicht moge blijken dat in de fiducia-figuur de minimum-bescherming voor de beleggers, namelijk het vermogen, dat economisch gezien van hen is maar juridisch aan de beheerder toekomt, uit de failliete boedel van de beheerder terug te nemen, in het Zwitserse recht niet voldoende kan gerealiseerd worden.

-
- (1) De bank heeft daarover een 'umittelbare und unselbständiger Besitz'
 - (2) Bij een eerlijke bank zal dit evenwel niet voorvallen : ze zal steeds onmiddellijk de aangekochte titels in het depot neerleggen.
 - (3) Over de positie van de certificaathouders bij faillissement vande 'Treuhand' -bank, zie AMONN, op. cit., p. 50-52
 - (4) Tenslotte kan ook de voorgeschakelde vastgoedmaatschappij failliet verklaard worden. Daar zij echter geen andere redenen van bestaan heeft dan juridisch eigenaar van de onroerende goedren te zijn betekent haar faillissement slechts dat het fondsvermogen zelf in moeilijkheden verkeert en dat het fondsvermogen dan ook als activum voor de failliete boedel dient. Dit kan slechts geschieden ten gevolge van het beleggingsrisico dat de beleggers vrijwillig opgenomen hebben en waarvoor ze niet beschermd moeten worden.

De beleggers beschikken niet over de 'dinglijke Herausgabeanspruch' omdat ze geen eigenaars zijn en evenmin staat hun de 'obligatorische Herausgabeanspruch' van artikel 401, 3 Obligationenrecht toe aangezien het beheerde vermogen als dusdanig niet het voorwerp van de 'Ablieferungsanspruch' uitmaakt die ze tegenover de beheerder hebben. Het is binnen deze constructiehypothese dan ook irrelevant of de fondsbeheerder direct eigenaar van de onroerende goederen in dan wel of er een vennootschap als voorgeschakelde juridische eigenaar optreedt. De onroerende goederen waarvan de beheerder eigenaar zou zijn vallen nooit onder de 'obligatorische Herausgabeanspruch', die slechts voor roerende goederen geldt, maar anderzijds kunnen, zoals gesteld, evenmin de aandelen van de vennootschap door de beleggers opgeëist worden teneinde ze te verzilveren (bijv. door liquidatie van de vennootschap) omdat die aandelen niet het voorwerp van de afleveringsplicht der beheerder uitmaken. In beide gevallen heeft de belegger slechts een schadeloosstellingsvordering welke met de vorderingen van andere schuldeisers samenloopt. Zodanige vordering heeft hij eveneens wanneer de beheerder over het beheerde vermogen beschikt in strijd met de overeenkomst. Een Zwitserse vertaling van het 'equitable ownership' in het opdrachtsrecht kan dus niet opgesteld worden.

2. De bescherming van de beleggers bij de mede-eigendomsconstructie

- 63.1. Een gemakkelijke oplossing om alle moeilijkheden voor de belegger uit de weg te ruimen is natuurlijk hemzelf de juridische eigendom van het belegde vermogen te geven. Het zou evenwel indruisen tegen de idee van collectieve beleggingsfondsen wanneer elke certificaathouder eigenaar zou zijn van één bepaald deel van het vermogen en dan ook van dit bepaalde deel de opbrengst zou genieten.

Dit is enkel bij de 'Unit Trusts' de bedoeling (1). Als het daarentegen de bedoeling is samen te leggen om te beleggen dan kunnen slechts alle participanten samen eigenaars zijn van het gehele vermogen en heeft ieder afzonderlijk naargelang de overeenkomst ofwel recht op een liquidatiedeel in natura ofwel het recht om voor zijn deel 'uitgekocht' te worden (2). Het moge evenwel van bij het begin duidelijk zijn dat men evenmin tot een bevredigende vertaling van de trustfiguur komt wanneer men aan de certificaaathouders inderdaad mede-eigendom verleent. De fondsbeheerder zal dan niet meer de soepelheid van een juridisch beschikkingsbevoegde kunnen genieten, tenzij men natuurlijk een totaal uitgehold begrip eigendom hanteert wanneer men over de mede-eigendom der certificaaathouders spreekt. En dit was dan ook het geval bij de Zwitserse fondsdirecties. De mede-eigendom was er slechts om de certificaaathouders toch een afzonderingsrecht (dingliche Herausgabeanspruch) toe te staan. Voor het overige berusten alle eigenaarsbevoegdheden bij de beheerder. Omwille van de mede-eigendoms-idee werd ook bij de vastgoedfondsen de immobiliënmaatschappij voorgeschakeld. Een ongekende en onbepaalde groep personen kan men immers niet in het 'Grundbuch' als mede-eigenaars van de onroerende beleggingsobjecten inschrijven.

-
- (1) Bij de 'Unit Trusts' bestaat het fondsvermogen uit meerdere gelijkaardige 'units', waarvan de samenstelling op voorhand bekendgemaakt is en behouden wordt. Royement betekent daar - meestal gaat het om waardepapierfondsen - effectieve afgifte van de titels die de 'unit' uitmaken. De certificaaathouder heeft het genot van die bepaalde titels.
- (2) In de hypothese van mede-eigendom. De andere vorm van gezamenlijke eigendom, de 'Gesamthand' komt niet in aanmerking voor beleggingsfondsen : men heeft daar geen deelaanspraak en bovendien veronderstelt de 'Gesamthand' een 'Gesamthandgemeinschaft', een persoonlijke relatie tussen de certificaaathouders, welke in Zwitserland meestal ontkend wordt. Zie AMONN, op. cit., p. 18-19 en p. 68

Naar het voorbeeld van de roerende-waarden-fondsen zou men hen wel als mede-eigenaars kunnen beschouwen van titels van en vorderingen op een vennootschap, zodat ze de juridische controle over de vennootschap verkrijgen, welke laatste als eigenaar van de vastgoedbeleggingsobjecten in het 'Brundbuch' ingeschreven wordt en geen andere reden van bestaan heeft. De beheerder is dan slechts bezitter van het fondsvermogen maar omdat dit vermogen enkel uit roerende waarden bestaat kan hij er in de gewone praktijk gemakkelijk over 'beschikken'. Anderzijds kunnen de beleggers bij een faillissement van de beheerder het fondsvermogen uit de failliete boedel terugvorderen als zijnde hun eigendom.

- 63.2. Alhoewel dit zo in de fondsreclames wordt aangekondigd kan men zich afvragen of de rechter die effectief een faillissement over de beheerder zou uitspreken de certificaa houders ook als eigenaars zou erkennen en hun vindicatievordering zou honoreren.

Zijn de eigenaars van de certificaten wel eigenaars van het fondsvermogen? Een voorbeeld kan dit toelichten.

In het fondsreglement van SWISSINVEST (1) werd geschreven dat het fonds bestaat in 'het opbouwen van een gemeenschappelijk verroegen en de collectieve belegging daarvan (art.1). Een aandeel van Swissinvest 'VERBRIEFT DEM INHABER DAS ANTEILSMAESSIGE EIGENTUM AN SAEMTLICHEN VERMOEGENSWERTEN DES FONDS NACH MASSGABE DIESES FONDSREGLEMENTES' (art. 4). Die 'aandeeleigendom' zoal hij door het fondsreglement wordt omschreven (nach massgabe...) houdt dan evenwel slechts het volgende in : artikel 4 : 'Die Rechte der Anteil-Inhaber bestehen in a) anteilsmaessiger Beteiligung an den Ausschüttungen, b) anteilsmaessiger Beteiligung am Fondsvermögen, c) Anspruch auf Rückkauf der Anteile durch die Fondsleitung gemäss art. 9, d) Anspruch auf anteilsmaessiger Beteiligung am Liquidationsergebnis bei Auflösung des Fondsvermögens'.

(1) Schweizerischer Immobilien-Anlagefonds, beheerd door Adimosa, A.G., Basel. We citeren uit het fondsreglement van 5 juli 1961 - 26 febr. 1963

Een vraag bij dit alles is of wat hier als aandeelseigendom aangekondigd wordt inderdaad 'eigendom' inhoudt, m.a.w. of er aan de certificaathouder de wezenlijke eigenaarsbevoegdheden worden toegekend, en verder of deze vorm van eigendom in de structuur van het Zwitserse recht gesitueerd kan worden.

64.1. Deze vragen werden behandeld door K. AMONN (1), op de vooravond van het definitieve regeringsontwerp van de wet op de beleggingsfondsen (2).

De vraag naar de eigendom is, aldus Amonn, een dubbele vraag: waaraan kan eigendom verkregen worden en wie kan eigendom verkrijgen. (3). Verder dient daarbij geëxpliciteerd te worden welke toets men als relevant zal beschouwen om in een rechtsverhouding een eigenaarsverhouding te herkennen.

64.2. Aan het fondsvermogen als zodanig, aan een 'Sachgesamtheit' kan geen eigendom bestaan(4). Het Zwitserse zakenrecht, zoals het Duitse, wordt beheerst door het specialiteitsprincipe, wat inhoudt dat slechts 'einzelne Sachen' vatbaar zijn voor eigendomsverkrijging. Slechts aan de afzonderlijke zaken van het fondsvermogen kan eigendom, respectievelijk mede-eigendom bestaan. Bij fondsen, waar gronden en gebouwen niet direct tot het beheerde vermogen behoren maar ten name van de voorgeschakelde vennootschap ingeschreven staan, bestaat het fondsvermogen uit lichamelijke zaken en vorderingen. Een opsomming van wat dit concreet inhoudt wordt door Amonn gegeven (5).

(1) Op. cit.

(2) Zie in zijn werk : noot 117 op p. 59. Het boek verscheen in 1965 toen de discussie omtrent het vierde ontwerp geluwd was (zie boven nr. 55). Einde 1965 kwam het definitieve regeringsontwerp klaar.

(3) Op. cit., p.11

(4) Zie : A. MEIER-HAYOZ, Das Sachenrecht, I (Das Eigentum), 1, Systematischer Teil, Bern, 1966, nr. 5, p. 28 (over het specialiteitsbeginsel) en verder nr. 5, p. 45 en nr. 9 onder art. 641 p. 236 (over de 'Sachgesamtheit')

(5) Op. cit., p. 13

Als lichamelijke zaken zijn er waardepapieren (aandelen, obligaties en in waardepapieren verbriefde vorderingen) en tegoeden (1), liquiditeiten, nog niet uitgekeerde opbrengsten, opbrengsten van verkopen. Verder bevat het vermogen allerhande vorderingen : aaspraken op dividenden, op renten en prijsbetalingen, schadeloosstellingsvorderingen, aanspraken op levering van gekochte waardepapieren, bonusaandelen en voorkeurrechten.

- 64.3. Aan de lichamelijke zaken, aandelen, tegoeden en in waardepapier verbriefde vorderingen, kan eigendom en mede-eigendom bestaan. Mede-eigendom aan gewone (niet verbriefde) vorderingen bestaat evenwel niet in het Zwitserse recht ; mede-eigendom is slechts T.A.V. zaken mogelijk (2). Slechts een zakenrechtelijke 'Bruchteilgemeinschaft' is mogelijk ; een 'generelle Bruchteilgemeinschaft', een gemeenschap aan zaken en vorderingen samen, zoals die in Duitsland gekend is en voorlag bij E. MARTINI's analyse van de mede-eigendomsconstructie, deze 'generelle Bruchteilgemeinschaft' heeft geen plaats in de Zwitserse rechtsorde (3). Zowel roerende-waarden-fondsen als vastgoedfondsen bestaan uit lichamelijke zaken en vorderingen. Bij roerende beleggingsfondsen zal het vermogen voor de meerderheid uit voor mede-eigendom vatbare lichamelijke zaken (aandelen en obligaties) bestaan ; bij vastgoedfondsen zal men hoofdzakelijk voor mede-eigendom niet vatbare - vorderingen (leningen) aantreffen (4).

-
- (1) Zwitserland kende tot voor kort ook twee warenfondsen, Whisky-fondsen, die het geld van de participanten in waren (Whisky) belegden.
- (2) MEIER-HAYOZ, op. cit., nr. 12-13, p. 263 : 'Miteigentum an Forderungen oder eine dem Miteigentum an Sachen entsprechende Mitberechtigung an Forderungen gibt es in unserer rechtsordnung nicht'... 'Eine Ausnahme machen nur die in einem Wertpapier verbrieften Forderungen und andern Rechte ; hier schliesst das Miteigentum am Papier die Mitberechtigung hinsichtlich der darin enthaltenen Vermögensrechten in sich'. Zie verder nr. 12, p. 380
- (3) Zie ook SPOERRI, op. cit., p. 167
- (4) Het in aandelen van de voorgeschatelde vennootschap geplaatste kapitaal is om fiscale redenen zeer klein.

Voor vastgoedfondsen, waarbij men niet de fondsdirectie als eigenaar maar wel de certificaathouders als mede-eigenaars wil erkennen, brengt dit dus een eerste grote moeilijkheid mee. De mede-eigendom van de beleggers kan slechts bestaan aan een miniem deel van het vermogen. Als gerechtigde tot de vorderingen zou dus toch de beheerder of een trustee moeten optreden die dan aan de certificaathouders 'belooft' hen van de waarde van die vorderingen en de rente te laten genieten. Ter voldoening van die belofte zullen de certificaathouders slechts over een niet-geprivilegiëerde vordering beschikken.

- 64.4. Een verdere vraag is dan of de certificaathouders wel mede-EIGENAARS zijn van de voor mede-eigendom vatbare zaken in het fondsvermogen.

Eigendom is 'die umfassenste unmittelbare Herrschaft über die Sache gegenüber jedermann' (1) en de vraag wie eigenaar is 'beantwortet sich danach, wer die Rechtsbefugnisse, die den Inhalt des Eigentums ausmachen, ERWORBEN HAT und sie SELBST wieder einem Andern UEBERTRAGEN KANN' (2).

De certificaathouders hebben geen eigendom verworven aan het fondsvermogen. Dit zou immers slechts kunnen indien de beheerder hen deze zou overdragen ofwel indien ze samen, als gemeenschap van toekomstige mede-eigenaars, aan de beheerder de opdracht zouden gegeven hebben om als hun vertegenwoordiger eigendom te verwerven.

Onderzoeken we de eerste hypothese. Wanneer de spaarders hun geld inbrengen dan wordt de bank eigenaar daarvan. Vervolgens krijgt de bank van de beheerder opdracht om met dit geld aandelen te kopen en deze te bewaren.

(1) MEIER-HAYOZ, op. cit., nr. 18, p. 239

(2) AMONN, op. cit., p. 15 De beschikkingsbevoegdheid behoort, aldus de schrijver, niet tot het wezen van de eigendom maar is de uitdrukking van zijn 'Zuständigkeit'.

Deze aandelen zullen door de bank voor rekening van de beheerder bewaard worden in een depot op diens naam. Dit houdt in dat van zodra de bank deze aandelen in het door de beheerder geopend depot neerlegt er een eigendomsoverdracht plaatsvindt. De beheerder wordt eigenaar en de bank wordt - als bewaarder- de onzelfstandige bezitter (1).

Indien de beheerder de door hem verworven eigendom zou moeten omzetten in mede-eigendom voor de certificaathouders dan zou als grondslag voor deze eigendomsoverdracht slechts een koop-verkoop-overeenkomst kunnen aangevoerd worden (2).

Van een koopovereenkomst betreffende deze aandelen en vorderingen kan echter geen sprake zijn. De certificaathouder koopt geen mede-eigendom net zoals een obligatiehouder geen vorderingen koopt (3). Het gaat hier slecht om een kapitaalsbeleggingsopdracht, 'ein Auftrag zur Besorgung von Anlagen und zu fortlaufende Verwaltung' (4).

Volgens de tweede hypothese zouden de beleggers als gemeenschap aan de beheerder opdracht geven om als hun vertegenwoordiger de eigendom te verwerven. Deze opdracht krijgt de beheerder van de gemeenschap en slechts die gemeenschap als dusdanig kan de opdracht herroepen. Strict juridisch is er tegen deze formule geen bezwaar (5). Vanuit de praktijk der Zwitserse beleggingsfondsen, waarbij men steeds de nadruk heeft gelegd op de anonimiteit der certificaathouders en hun onderlinge onafhankelijkheid, komt K. Amonn er echter toe deze tweede hypothese af te wijzen. De certificaathouders maken, aldus de auteur, geen 'funktionsfähige' gemeenschap uit. Zij maken geen gemeenschap uit die zulke opdracht zou kunnen geven en weer intrekken want ze kennen mekaar niet en ze zijn als groep niet geïnteresseerd voor die opdracht.

(1) Aldus AMONN, op. cit., p. 30 - 34.

(2) Naast de opdracht vanwege de belegger.

(3) Bij de 'Unit Trusts' kan men wel van een koopovereenkomst spreken.

(4) AMONN, op. cit., p. 25

(5) Zie de oplossing van E. MARTINI i.v.m. de Duitse mede-eigendomsfondsen.

Slechts ieder afzonderlijk wil aan de beheerder een beleggingsopdracht geven en die ook afzonderlijk weer kunnen terugtrekken (1). Er is dus geen bekwame gemeenschap om de beheerder opdracht te geven beleggingsobjecten aan te kopen. In dezelfde zin voortargumenterend bestaat die gemeenschap dus evenmin om een beheersopdracht te geven en te controleren of aan een 'Treuhand'-bank de controlebevoegdheid te delegeren.

- 64.5. De belegger heeft ook niet de 'Sachherrschaft' van een eigenaar. Hijzelf is van het beheer uitgesloten, zowel direct als indirect.

Tenslotte kan de certificaathouder niet zijn deel in natura van het fondsvermogen opeisen. Als mede-eigenaar zou hij dit kunnen tenzij alle mede-eigenaars samen zouden akkoord gaan om een 'uitkopen' te regelen. Zelfs bij zulk contractueel verhinderen van een natura-verdeling kan deze nog door de rechter uitgesproken worden wanneer enstige redenen daarvoor pleiten. De uitkoop van een certificaathouder is bovendien van een heel andere aard dan de mede-eigendomsregeling daaromtrent. Wanneer een mede-eigenaar wordt uitgekocht dan betekent dit dat alle anderen samen hem vergoeden en hun eigendomsverhouding over de hele zaak verderzetten. Wanneer daarentegen een certificaathouder van zijn recht op royement gebruik maakt, gebeurt niet hetzelfde. Zijn deel wordt geliquideerd en hij krijgt de geldwaarde ervan. De anderen nemen het niet over. Het duidelijkst komt dit naar voren wanneer er te veel royementsverzoeken zijn : dan zal een beleggingsobject moeten verkocht worden. Het recht op royement stoelt niet op een mede-eigendomsverhouding, het is een 'rein forderungsrechtliche Auszahlungsanspruch' (2).

(1) AMONN, op. cit., p. 28 - 30

(2) AMONN, op. cit., p. 40. Alle aandeelhouders samen kunnen niet tot de liquidatie van het fonds overgaan : volgens de meeste fondsreglementen kan dit slechts door de fondsleiding, de depotbank of deze twee samen. Hieruit moge dan nogmaals blijken dat ze geen mede-eigenaars zijn.

64.6. Met de opstellers van de wet van 1966 kan men dan omtrent de rechtspositie van de certificaathouder het volgende besluiten.

'Da er von der Verwaltung des Anlagefonds schlechtweg ausgeschlossen ist, der Fondsleitung keine Weisungen erteilen und seinen Anteil nicht in natura herausverlangen kann, steht ihm kein Eigentumsrecht zu' (1). Eigenaar van het fondsvermogen is de beheerder die de eigendom verworven heeft en ook weer kan overdragen (2). Hij is evenwel slechts fiduciaire eigenaar, wat inhoudt dat hij van zijn beheers- en beschikkingsmacht moet gebruik maken in het belang van de beleggers, de economisch gerechtigden tot de waarde van de beleggingsgoederen. Dit economisch gerechtigd zijn wordt in hoofdzaak uitgedrukt in de aanspraken waarover de belegger tegenover de beheerder beschikt. Het betreft de aanspraak tot periodieke uitkering van de rente, eventueel van de verkoopsopbrengsten en verder de aanspraak tot terugname van het aandeel door de fondsdirectie, d.w.z. tot uitbetaling in geld van de WAARDE van het aandeel ten tijde van de terugname. 'Das sind keine dinglichen, sondern bloss obligatorische Rechte, sie haben zum Inhalt nicht Sachherrschaft, sondern eine Verpflichtung (Obligation) der Fondsleitung ; sie sind persönliche und relative Rechte, die nur Ansprüche gegenüber der verpflichteten Fondsleitung gewähren' (3).

(1) botschaft, p. 34 - 35

(2) AMONN, op. cit., p. 44 - 46

(3) Botschaft, loc. cit. ; Zie ook het rapport van de heer GALLI in de Nationalrat, ABN 11/1966, p. 245 en verder de bespreking door de heer BINDER, ABN 11/1966, p. 250 - 251

65. Naar aanleiding van de poging van sommige juristen om dank zij de mede-eigendomsformule een goede juridische formule te vinden voor de relatie beleggers-beheerder, willen we hier even op de functie van zo'n juridische formule t.a.v. de economische relaties ingaan.

Het opstellen en het beoordelen van elke juridische analyse kan vanuit twee standpunten gebeuren. Vooreerst kan deze analyse vanuit de rechtsdogmatiek als juist of als beter passend in het rechtssysteem gezien worden. Vervolgens kan ze beschouwd worden als een goede of minder goede vertaling van de economische, respectievelijk sociale, verhoudingen en, daarmee verbonden, als nuttig of niet nuttig om nu en in de toekomst deze verhoudingen te verklaren en te regelen. Het opstellen van een analyse vanuit hoofdzakelijk het tweede standpunt wordt duidelijk beïnvloed door de eigen opvattingen van de auteur over de ordening van de sociale en economische realiteit (waarde-appreciaties) of de opvattingen welke hij als algemeen aanvaard meent te moeten herkennen. Wie zodanige analyse dan beoordeelt met als belangrijkste criterium of ze al dan niet een correcte vertaling is van de onderliggende verhoudingen zal daarbij ook weer geleid worden door zijn interpretatie van die verhoudingen of wat hij dan weer als algemeen aanvaard beschouwt. (1) In Zwitserland werd de mede-eigendomsoplossing, lange tijd verdedigd, afgewezen door recente werken en door de opstellers van de nieuwe wet (2). Deze afwijzing gebeurde op grond van rechtsdogmatische argumenten en op grond van opvattingen omtrent de economische verhoudingen bij de investment trusts. Zowel K. AMONN als de toelichting bij de wet vertrekken van een voorstelling over de grondidee van het beleggingsfonds en de economische positie van de bij het fonds betrokken partijen. (3)

-
- (1) Het is dan de taak van de jurist om de spanning tussen wat hij als de ideale juridische vertaling aanneemt en het voorgegeven wettelijk kader, waarin deze vertaling haar plaats zal moeten vinden, op te vangen en een harmonische oplossing te vinden. Soms zal het zelfs nodig zijn opzettelijk een juridische constructie op te stellen die niet de economische realiteit dekt, b.v. om commerciële of fiscale redenen. Zie bijv. F. NEDEE, *Fusies*, Economische en Sociaal Tijdschrift, 1967, 497-512, p. 507.
- (2) Zie de referenties in : Botschaft, p. 34-35, noten
- (3) Respectievelijk : AMONN, op. cit., p. 1-3 en p. 20 ; Botschaft, p. 7-13, 26-33 en 45-49

De interessesfeer van de certificaathouder ligt, aldus AMONN, (1) tussen die van een obligatiehouder en van een echte aandeelhouder. Wie op een obligatielening intekent stelt zijn geld ter beschikking en verder interesseert het hem niet wat met dat geld gedaan wordt. Hij krijgt een vaste rente. De aandeelhouder daarentegen doet een inbreng precies omdat hij iets gezien heeft in de activiteit van die concrete onderneming. Hij verlangt dan ook controle en inwerking op die activiteit. De belegger wil wel weten wat er met zijn geld gebeurt (passieve controle) omdat de activiteit van het fonds zijn opbrengst zal bepalen maar aan de andere kant verlangt hij niet in te werken op die activiteit. Tot de redenen waarom hij immers zijn geld aan een beleggingsfondsbeheerder toe VERTRouwt behoort dat hij zich onbekwaam acht om zelf beleggingsobjecten te evalueren en te kiezen of dat hij verlost wil zijn van de zorg die het beleggingsbeheer meebrengt. Het blijft de obligatiehouder gelijk of er nog anderen op de lening ingetekend hebben. De aandeelhouder daarentegen kan niet zonder andere kapitaalschieters een onderneming starten en het interesseert hem wie die anderen zijn. Zij zullen met hem moeten samen-beslissen, ze kunnen voor hem een gevaarlijke meerderheid in de algemene vergadering uitmaken. De certificaathouder kan evenmin zonder de medewerking van anderen. Slechts door de collectiviteit van de beleggingsoperatie zal het risico-evenwicht gecreëerd en behouden worden. Daar hij evenwel geen beslissingsrecht verlangt vindt hij het niet belangrijk te weten wie de andere mede-beleggers zijn. Er bestaat geen voor mede-eigendom geïnteresseerde gemeenschap, wel zijn er individuele beleggers die natuurlijk weten dat slechts dank zij het samenleggen met anderen de belegging zal kunnen doorgaan. Dit samenleggen geschiedt echter niet op het niveau van de beleggers, het geschiedt wel door de initiatiefnemer, de fondsbeheerder. Er is geen strict juridisch bezwaar tegen de mede-eigendom der beleggers aan de voor mede-eigendom vatbare vermogensbestanddelen maar 'die faktische Unmöglichkeit gemeinsamen Vorgehen' verhindert de hypothese (2). Of een dergelijke gemeenschap zou kunnen of moeten bestaan hangt af van de optie die men neemt.

(1) Op. cit., p. 20

(2) AMONN, op. cit., p. 29

Eigenlijk erkennen ook de voorstanders van de mede-eigendomsoplossing dat de eigendom in deze analyse slechts een 'stark abgeschwächtes Eigentum' is, dat er van inwerking in het beheer geen sprake kan zijn (1). De puur formele mede-eigendomspositie is slechts uitgedacht om de beleggers een afzonderingsrecht te geven in geval van faillissement der beheerder omdat men van oordeel was dat de beleggers - naar economische verhoudingen gezien - hierop een recht moesten hebben. De moeite om aan te houden hypothese stuikt ineens bij een ernstige toetsing aan het bestaande recht : het blijkt dat haar enige reden van bestaan, het afzonderingsrecht, niet haalbaar is. Zelfs als mede-eigenaar wordt de certificaathouder niet voldoende beschermd. Zijn eigendom zou slechts kunnen bestaan aan de lichamelijke zaken welke in het vermogen van een vastgoedfonds slechts een miniem deel omvatten.

Enkel deze zaken zouden kunnen afgezonderd worden en meteen zou er een gevaarlijke splitsing ontstaan tussen twee categorieën vermogenswaarden welke in het certificaat verbriefd worden.

De wet van 1966 heeft de economische verhoudingen bekrachtigd. De certificaathouders staan in een overeenkomstpositie tegenover de beheerder maar krachtens de wet zal een afzonderingsrecht op heel het beheerde vermogen worden verleend.

3. De wet van 1966.(2)

66. 'Jeder einzelne Investmensparer beauftragt die Fondsleitung seine Kapitaleinlage mit den einlagen anderen zusammen kollektiv anzulegen und zu verwalten' (3).

66.1. Tussen de beheerder, en desgevallend de depotbank (4), enerzijds en de individuele belegger anderzijds wordt een overeenkomst gesloten waarbij de beheerder (5) de opdracht krijgt een beleggingsvermogen samen te stellen en te beheren. Naar artikel 394 Obligationenrecht is dit een 'Auftrag' die 'Geschäftsbesorgung' inhoudt. De belegger krijgt bedéling aan dit vermogen.

(1) Zie de noten in de Botschaft op p. 35

(2) Art. 8 BGA. Voor de bespreking, zie : Botschaft, p. 15, p. 33-42 ; In de Nationalrat : het verslag van de h.h. Dürrenmatt en Galli, ABN 11/1966, resp. p. 243 en 245 ; verder de hh. Binder en Bondsraadslid Bonvin, resp. p. 250-251 en 256

(3) AMONN, op. cit., p. 29

(4) Het optreden van een depotbank is nodig wanneer de directie zelf geen bank is : art. 5, 1 BGA

(5) De taak der depotbank wordt als deeltaak van de beheersactiviteit beschouwd.

Deze wordt vertaald in een bundel vorderingsrechten (1) : recht op een deel van de opbrengsten, recht op herroeping van de opdracht, recht op informatie, het recht om van de fondsleiding de nakoming van de opgenomen verplichtingen te eisen en recht op schadeloosstelling wanneer die fondsleiding tekortschiet en tenslotte het recht om in geval van faillissement uit het van de andere activa afgezonderde vermogen betaald te worden. Het gaat niet om een collectieve beleggingsovereenkomst omdat iedere belegger apart de overeenkomst afsluit maar wel gaat het om een overeenkomst voor collectieve belegging daar de inhoud van het contract zelf bestaat in een beleggingsopdracht m.b.t. de eigen inbreng samen met de inbreng van anderen. Van collectieve belegging spreekt men, aldus de regeringstoelichting, omdat het beleggingsfonds samengesteld wordt met de inbreng van een veelheid van beleggers en hun verwachtingen op gelijke wijze bevredigt. (2).

Deze gelijkheid der participanten is een essentieel element in de idee 'collectief beleggen'. Ze wordt gerealiseerd door het gelijk bedelen van allen en door het uitsluiten van iedere certificaathouder uit het beheer.

66.2. De overeenkomst is een formule-overeenkomst (3) die door de beheerder en de depotbank als 'fondsreglement' wordt opgesteld en evenveel keren wordt aangegaan als er beleggers zijn die een certificaat kopen.

(1) Art. 20 BGA

(2) Botschaft, p. 15

(3) In onze rechtsleer zou men nog spreken van een toetredingsovereenkomst. Zie de kritiek hierop van Prof. MR. S. GERBRANDY, Ontwikkelingen van het privaatrecht, p. 93-95, in : Vooruitzichten van de rechtswetenschap, Deventer, 1964, en zijn voorstel om te spreken van een 'formele' overeenkomst. 'Formeel scheppen partijen verbintenissen door de daad van de contractssluiting ; zakelijk stond de inhoud van de verbintenis bij voorbaat vast'. los. cit. p. 95

De civielrechtelijke inhoud van het contract is bepaald door de wet. Verder moeten krachtens de wet bijzondere regelingen worden opgenomen over de naam, duur en rekeningsjaar van het beleggingsfonds, de rechtlijnen voor de beleggingspolitiek, de berekeningswijze van uitgifte- en terugnameprijzen, de bestemming van de winsten, de aard en de berekening van de vergoedingen voor de beheerder, de instanties waar men de rekeningen en jaarverslagen kan bekomen en de wijze van publicatie der berichten, uitgaande van het fonds (1). De rechten de plichten der partijen moeten in het beleggingscontract duidelijk omschreven zijn. (2). In de loop der tijd kunnen de economische verhoudingen zodanig veranderen dat een wijziging van de overeenkomst zich opdringt. De fondsleiding en de depotbank doen dan een voorstel van wijziging aan de rechter (3). Deze vraagt aan de Bankcommissie het advies over de conformiteit van de wijziging met de wet en het uitvoeringsbesluit, advies dat bindend zal zijn. De voorstellen worden gepubliceerd en hierbij worden de beleggers uitgenodigd om aan de rechter hun bezwaren kenbaar te maken. Wanneer het advies van de Bankcommissie positief is en de rechter oordeelt dat er grondige redenen zijn voor de wijziging en dat die wijziging in verhouding is tot de verandering der situatie, dan zal hij ze toestaan. Nadat het vonnis in kracht van gewijsde is gegaan wordt het veranderde fondsreglement gepubliceerd en de datum van in werking treden ervan vastgesteld(4).

-
- (1) Art. 11 BGA. Een dergelijke overheidsingreep wordt gerechtvaardigd door het feit dat het hier gaat om een overeenkomst welke duizende keren door één zeer krachtige partij met andere, zwakkere, partijen wordt gesloten. In dit verband werd verwezen naar de overheids-tussenkomst inzake verzekeringscontracten. Botschaft, p. 61 onder art. 8
- (2) Art. 11 BGA
- (3) Dit gebeurt voor een rechter omdat het gaat om wijzigingen in mandaatsregelen. Zie het rapport van de h. Stefani in de Ständerat, ABS 12/1966, p. 152
- (4) Art. 9, 3 BGA en art. 10 BGA ; Kommentaar in : Botschaft, p. 37, 61-66

Omwille van ernstige redenen kan de rechter, op voorstel van de fondsdirectie, eveneens, volgens dezelfde procedure, de voortijdige liquidatie van het fonds beslissen (1).

C. De risicobeperking

- 67.1. Wie zijn kapitaal belegt wil het niet zien verloren gaan. Daarom wordt het beleggingskapitaal niet in één enkele zaak geplaatst maar zo breed mogelijk gespreid. Wordt hiermee geen rekening gehouden dan bestaat het gevaar dat eenmalig verliezen de hele belegging of een groot deel daarvan aantasten. Een belegging is geen investering en een beleggingsfonds geen holding. Het principe van de risicobeperking wordt in artikel 2, 1 van de wet dan ook aangeduid als wezenskenmerk van het beleggingsfonds.
- Verder wordt voor roerende-waarden-fondsen bepaald dat in dezelfde onderneming slechts belegd mag worden voor zover het totale bedrag de 5 % der stemmen in die onderneming niet overschrijdt (2). Ditzelfde bedrag mag niet hoger liggen dan 7,5 % van het gezamenlijke fondsvermogen.
- Omwille van de constructie 'voorgeschakelde vennootschap' gelden deze bepalingen niet voor de vastgoedfondsen (art. 7, 4 BGA) ; ook hier wordt echter het principe van de risicobeperking uitdrukkelijk bevestigd (art. 31, 1 BGA).
- Omdat het de bedoeling der wet was de beleggers zoveel mogelijk te beschermen worden beleggingsinitiatieven waarbij de risicobeperking contractueel uitgesloten werd maar die voor het overige onder de definitie van artikel 2, 1 BGA ressorteren, eveneens onder toepassing van de wet gesteld (3).

(1) Art. 28, 1, a BGA

(2) Art. 7, 2 BGA. Wanneer meerdere fondsen door éénzelfde directie geleid worden dan bedraagt het totaal der toegelaten plaatsing voor alle fondsen samen 10 % der stemmen. Verder mag de betalings- of volstortingsverplichting, die met de aandelen of andere beleggingen verbonden is, niet meer dan 10 % van het beleggingsvermogen bedragen (art. 7, 3 BGA)

(3) Art. 5 VVA in toepassing van art. 1, 2 BGA. De Bankcommissie kan, omwille van de eigen aard van zulke vermogens, afwijkingen van de wet en het uitvoeringsbesluit toestaan.

67.2. Herhaaldelijk werd bij de bespreking van de wet in de Nationalrat en de Ständerat naar voren gebracht dat de risicobeperking bij beleggingsfondsen niet als volkomen risicovrijheid dient verstaan te worden (1). Wie zijn geld aan beleggingsfondsen toevertrouwt en niet gewoonweg aan een spaarkas bewijst een zekere risicobereidheid die voortspruit uit het feit dat hij van zijn belegging bij het collectieve beleggingsfonds meer opbrengst verwacht dan van het sparen bij een spaarkas. Hij stelt zijn geld ter beschikking van een fondsdirectie waarin hij vertrouwen heeft, d.w.z., waarvan hij hoopt dat ze zonder al te grote risico's de verwachte opbrengst zal realiseren. De grondslag voor dit vertrouwen zal de soliditeit en eerlijkheid van de directie zijn alsmede de in het fondsreglement concreet te omschrijven beleggingspolitiek. Dit vertrouwen mag niet onverdiend beschaamd worden. Daarom waken een revisor en de Bankcommissie over het aanhouden der beheersvennootschap van de haar bij wet voorgeschreven eigen middelen en over het binnen de contractuele bepalingen blijven van de beheersactiviteit (2).

d. Het beheer door een derde

68.1. Collectieve belegging naar het principe van de risicobeperkende spreiding houdt in dat alle participanten gelijk zijn. Elk aandeel is gelijk omdat het slechts het quotiënt is (het 'quote'-recht) dat bereikt wordt door deling van de waarde van het totale samengelegde en belegde vermogen door het aantal in certificaten verbriefde aandelen. De certificaathouder is niet gerechtigd tot de opbrengst van afzonderlijke bestanddelen van het beleggingsvermogen.

(1) Zie het verslag van de h. Allgöwer, ABN 11/1966, p. 242 en 243 ; de h. Odermatt, ABS 12/ 1966, p. 156

(2) Over de eigen middelen : zie : art. 4 BGA en art. 7-8 VVA

Deze afzonderlijke bestanddelen zijn slechts relevant ten aanzien van de plaats welke ze innemen op de in evenwicht te houden risicoweegschaal en de opbrengst ervan heeft slechts betekenis voor het samenvoegen met de opbrengsten van andere beleggingsobjecten. Slechts door het samen op-gaan van verschillende bestanddelen in één vermogen wordt de risicobeperking gerealiseerd en de bedéling van de participant aan de belegging kan dus slechts bestaan op het niveau van dit vermogen.

68. 2. Om de gelijkheid van de certificaathouders en het risico-evenwicht te waarborgen is het nodig dat de deelnemers zelf uitgesloten zijn van het beheer zodat geen meerderheidsgroep invloed zou kunnen hebben op, desgevallend geen wijzigingen zou kunnen aanbrengen aan, de van bij het begin omschreven beleggingspolitiek, die mede de basis voor het vertrouwen was van de certificaathouders. Een verdere reden om de participanten van het beheer uit te sluiten ligt in vermoedens welke bij beleggingsfondsen vooropgesteld worden. Zo vermoedt men dat de belegger niet de nodige technische bekwaamheid bezit om op oordeelkundige wijze beleggingsobjecten uit te kiezen en verder dat die belegger verlost wil zijn van de beslommeringen van het beleggingsbeheer.

De beheerder van het fonds beslist, binnen het kader van het fondsreglement, autonoom over de aankoop van aandelen, gronden en gebouwen, over het toestaan van leningen, over de verderen openstelling of sluiting van het fonds. Deze taak volbrengt hij in het belang van de gezamenlijke certificaathouders.

- 68.3. De wetsbepaling dat het fonds door de fondsleiding wordt beheerd heeft ook nog andere betekenissen. Vooreerst wordt daarmee tot uitdrukking gebracht dat het fondsvermogen niet hetzelfde is als het eigen vermogen van de directie. Alhoewel het haar in eigendom toestaat is het slechts 'beheerd vermogen'.

Daarmee wordt dan ook de vennootschapsrechtelijke vorm van beleggingsfondsen, naar dewelke de beleggers aandeelhouders zijn van de beleggingsmaatschappij die door middel van haar raad van beheer de beleggingen verricht en beheert, uitgesloten uit het Zwitserse beleggingsfonds-begrip (1). Beheer door derden betekent ook dat beleggingsclubs, clubs van meestal rond de 20 mensen, welke zelf hun zaken beredderen niet onder de wet ressorteren. (2)

(1) Botschaft, p. 16 ; Voor wie een beleggingsmaatschappij wil oprichten is deze wet niet nodig. De vennootschap-wet volstaat.

(2) AMONN, op. cit., p. 2, noot 2

§ 3. De beheersfunctie

a. De fondsleiding

1. Vereisten

- 69.1. Om de leiding van een beleggingsfonds op zich te nemen heeft de beheersvennootschap de toelating nodig van de Toezicht-houdende Overheid (de Bankcommissie). Deze toelating zal slechts gegeven worden aan een bank (1) of aan een vennoot-schap (2) wier uitsluitend doel het beheer van beleggings-fondsen is (art. 3, 1 en 2 BGA). Certificaten van buiten-landse beleggingsfondsen (ongeacht hun juridische vorm) mo-gen in Zwitserland enkel verkocht worden indien een Zwitser-se bank of een -filiaal van een buitenlandse bank als per-manent vertegenwoordiger voor het fonds in Zwitserland op-treedt (art. 6 VVA) (2 bis).
- 69.2. Door de wet wordt een dubbel kapitaalvereiste aan de fonds-leiding gesteld. Haar eigen kapitaal moet een absoluut mini-mum bedragen (3) en voorts moet er tussen dit kapitaal en het beheerde vermogen een aangepaste verhouding bestaan (art. 4, 1 BGA). Aldus zullen de eigen middelen van de beheers-vennootschap 1 % moeten bedragen voor het deel van het be-legde vermogen dat de 100 miljoen Zw. Fr. niet overschrijdt, 0,75 % voor het deel dat wel de 100 maar niet de 500 miljoen overschrijdt en 0,50 % voor het deel dat hoger ligt dan een half miljard (art. 7, 1 VVA in toepassing van art. 4, 3 BGA).

(1) In de zin van de Zwitserse wet op de banken en spaar-kassen, Bundesgesetz 8 nov. 1934, BS, 10, 337

(2) Of een 'Genossenschaft', welke niet de rechtspersoon-lijkheid bezit (art. 3, 2 BGA). Voor de kapitaalsver-eisst van deze Genossenschaften gelden de bepalingen uit de bankwet (art. 3, 4 BGA). We laten verder deze mogelijkheid buiten beschouwing. .../...

.../...

- (2 bis) Op grond van art. 1 BGA kan de 'Bundesrat' speciale verordeningen voor buitenlandse beleggingsfondsen treffen. Daarvan werd (na de IOS - affaire) gebruik gemaakt. Per november 1970 was nog geen zodanige verordening uitgevaardigd. Wel was er een ontwerp klaar van de Bankcommissie, een ontwerp dat nog 'verwaltungsintern' was. De hoofdtrekken ervan vindt men medegedeeld in het 58. Jahresbericht van de Schweizerische Bankiervereinigung, p. 80-82 en in 'Bankpolitische Korrespondenz der Schweiz. Bankiervereinigung', nr. 70/18. Deze hoofdtrekken zijn : a) een Zwitserse Bank moet exclusief vertegenwoordiger zijn van het buitenlandse fonds en b) het fonds zelf moet de essentiële beschermingsregelen van de Zwitserse wet eerbiedigen.
- (3) Art. 3, 3 BGA. Dit kapitaal moet 1 milj. Zw. Fr. (voor de helft volgestort) bedragen indien de vennootschap enkel beheersvennootschap is ; doet ze bovendien bankverrichtingen dan bedraagt het 2 milj. (volledig volgestort).

Dit eigen vermogen, dat nooit hoger dan 10 miljoen Zw. Fr. hoeft te zijn (1) is bedoeld als garantie voor de eventuele aanspraken van de certificaathouders uit het 'Kollektivanlagevertrag' (2). De voorgeschreven eigen middelen mogen daarom niet geplaatst worden in fondscertificaten welke door de beheerder zelf worden uitgegeven (3). (4) Deze voorgeschreven eigen middelen kunnen vervangen worden door waarborgen, o.m. door depot, bij de Nationale Bank, van waardepapieren welke niet tot de fondsleiding behoren, door solidariteitsborgtocht vanwege een andere bank of door een borgtochtverzekering (5). De bankcommissie beslist over de aanvaarding en de waardering van de aangeboden waarborgen (art. 8, 6 VVA). Tenslotte wordt in artikel 9 VVA een uitgebreide opsomming gegeven van de posten die op de balans en de winst- en verliesrekening der beheersvennootschap moeten voorkomen.

(1) Art. 4, 3 BGA

(2) Zie art. 8, 1 VVA

(3) Aldus art. 4, 2 BGA. In de Ständerat werd door de Commissie een tegenvoorstel ingediend waarbij het de beheerder zou toegestaan worden voor een korte tijd tot 30 % van zijn eigen vermogen in fondscertificaten te plaatsen. Reden hiervoor was bijtijds een 'Kurspflege' (soutien du cours), een ondersteuning van de beurskoers (de certificaten worden ook ter beurse genoteerd) te kunnen verrichten. De depotbank heeft hiervoor niet genoeg eigen middelen en daarom zou de beheerder haar hierbij kunnen helpen. Dat hiermee het gevaar zou ontstaan dat het waarborgkapitaal (?) zou verminderen vonden de commissieleden niet zo erg. Vooreerst is dit waarborgkapitaal toch te klein om bij werkelijke moeilijkheden nog enige betekenis te hebben en verder is het gevaar van speculatie op de koers veel groter en heeft even grote gevolgen. De heer Bonvin, namens de regering, wees er op dat de bank deze taak wel kon volbrengen. Verder is het waarborgkapitaal inderdaad al klein ; een reden te meer dus om het niet nog te verkleinen. Op het bezwaar dat wel certificaten van andere fondsen mochten aangekocht worden en niet de eigen certificaten antwoordde de h. Bonvin dat het wellicht niet zo veel zou voorkomen dat vreemde fondsen niet terzelvertijd in moeilijkheden zouden verkeren als de eigen beheersmaatschappij.

Zie het verslag van de bespreking in de Ständerat : ABS 12 / 1966, p. 157-160.

(4) Wat als eigen middelen wordt beschouwd wordt precies omschreven in art. 7, 3 VVA

(5) Art. 8 VVA, waar eveneens de modaliteiten voor de borgtocht en de verzekering worden aangegeven.

2. Het beheer

70. In het raam van haar opdracht beheert de fondsleiding, onder voorbehoud van de rechten der depotbank, het fonds zelfstandig en in eigen naam voor rekening van de beleggers. In het bijzonder beslist zij over de aanschaffing en de vervreemding van de beleggingen, de grootte der liquide middelen, de uitgifte van certificaten en de vaststelling van de terugname- en uitgifteprijzen der aandelen. Zij maakt alle rechten welke tot het fonds behoren te gelde, inbegrepen de aanspraken op schadeloosstelling (art. 12, 1 BGA). Haar plicht is het beheer en de bewaring van het fondsvermogen. Deze taak moet ze te goeder trouw vervullen en ze zal erover rekening moeten geven (1). Als tegenprestatie heeft ze recht op de in het fondsreglement voorziene vergoedingen. Ze heeft het recht bevrijd te worden van de binnen het kader van haar opdracht regelmatig aangegane verplichtingen en vergoed te worden voor de onkosten welke ze ter vervulling van die verplichtingen gemaakt heeft (2). Eenmaal vastgesteld dat de fondsdirectie volledig autonoom de beleggingspolitiek voert moet als tegenpool daarvoor een belangrijke nadruk gelegd worden op de volledige informatie van de belegger. Hij moet weten waaraan hij deelneemt, dat wil zeggen dat in het fondsreglement op voorhand moet gesteld worden welke de voorgenomen beleggingen zijn. Vervolgens moet hij weten hoe de directie haar projecten heeft gerealiseerd, wat inhoudt dat hem uitgebreide rekeningen moeten voorgelegd worden (3).

(1) Art. 12-15 BGA

(2) Art. 16 BGA. Deze vergoedingen worden betaald uit het fondsvermogen ; een persoonlijk gehouden zijn van de belegger is uitgesloten bij wet (art. 16, 3 BGA).

(3) Botschaft, p. 27, alwaar geciteerd : R. LARCIER, Introduction aux fonds de placement, Brussel, 1953.

71. 1. Richtlijnen voor het concreet uitvoeren van de beleggingspolitiek moeten in het fondsreglement gesteld worden. De wet en het uitvoeringsbesluit houden hieromtrent evenwel dwingende bepalingen in. Wat als belegging voor vastgoedfondsen beschouwd wordt is omschreven in artikel 31 BGA.

'Als vastgoedwaarden gelden : gronden en gebouwen (1) en verder aandelen van en vorderingen op een (of meerdere) immobiliënvennootschap(pen) en dit voor zover het enige doel van dergelijke vennootschap de aan- en verkoop, de verhuring en verpachting van eigen grond en gebouwen is. Het kapitaal van en de stemmen in die voorgeschakelde vennootschap moeten voor minstens twee derden tot het belggingsfonds behoren. Verder worden dwingende bepalingen gesteld nopens de risico-beperking. Het fondsreglement moet dan aanstippen welke soorten (waardepapieren en) vastgoedwaarden als belegging zullen aangeschaft worden (vorderingsrechten met of zonder pandrecht, woongebouwen, kantoorgebouwen, bouwrijpe gronden) en in welke landen de beleggingsactiviteit zich zal ontplooiën (art. 10, 1 VVA). Sommige beleggingen mogen slechts dan verricht worden wanneer ze in het fondsreglement uitdrukkelijk zijn vermeld ; aldus bijvoorbeeld de aankopen van bouwgronden, gebouwencomplexen met meer dan veertig wooneenheden, kantoorruimten, handelshuizen, hotels, shopping centers enz... In dit verband moet duidelijk aangegeven zijn hoe groot het deel van het beleggingsvermogen is dat in deze, laatstgenoemde, soorten vastgoedwaarden geplaatst zal worden (art. 10, 2 en 3 VVA). (2)

(1) Die ten name van de beheersvennootschap in het 'Grundbuch' ingeschreven worden.

(2) Beleggingen in waren en warenpapieren zijn uitgesloten (bijv. cognac of whisky), aldus art. 6, 2 BGA). Ook aandelsrechten welke niet in waardepapieren verbrieft zijn, worden (voor roerende-waarden-fondsen) eveneens uitgesloten. De bondsraad kan ze evenwel toelaten wanneer ze zoals waardepapieren zouden geschikt zijn voor belegging (art. 6, 3 BGA). Aldus beschikt de VVA in artikel 2, 1 dat aandelen van 'Genossenschaften' welke ter beurse genoteerd worden wel toegelaten zijn. Verder geeft de Bondsraad zijn bevoegdheid door aan de Bankcommissie (VVA, art. 2, 2).

- 71.2. Bij haar activiteit moet de fondsdirectie een of meerdere schattingsexperten (enkel voor vastgoedfondsen) betrekken. Een van de opdrachten van deze experts is o.m. het toetsen van de in de rekeningen aangegeven marktwaarde der ^{onroerende} ~~grond-~~ ^{goederen} ~~stukken~~ welke tot het beheerde vermogen behoren (1). Wanneer de fondsdirectie van de mening der experts afwijkt dan moet ze dit melden aan de revisor (art. 33, 1, 3, 4 BGA).
- 72.1. Uit de 'Treue-Pflicht' van de beheerder volgt dat hij bij het verwerven van beleggingen geen voordelen voor zichzelf of voor derden mag bedingen buiten de voorziene provisies (art. 14, 2 BGA). Bepalingen waarin gestipuleerd wordt dat de beheerder of de depotbank een deel in de kapitaalwinst van het fonds zou toekomen zijn niet toegelaten (art. 13, 3 VVA). De fondsleiding mag geen beleggingsobjecten uit het fonds voor zichzelf overnemen en geen eigen beleggingen aan het fonds verkopen (2).
- 72.2. Het bestaande fondsvermogen is een belegging ; het moet als zodanig bewaard blijven en er mag niet mee gespeculeerd worden. Daarom mag het niet verpand worden of tot zekerheid gesteld (3).

(1) Art. 33, 3 werd ingelast door de Commissie in de Nationalrat, zie ABN 11/1966, p. 266.

(2) Art. 14, 3 en 4 BGA. Dezelfde verbodsbepalingen gelden eveneens, aldus par. 3 van dit artikel, voor alle natuurlijke personen die deel uitmaken van het beheer, de vennoten van de vennootschap die het beheer voert en van de haar aanverwante vennootschappen.

(3) Art. 12, 2 BGA. Uitzondering hierop voor de vastgoedfondsen die zelf bouwen (art. 35, 3 BGA).

Nieuwe beleggingsobjecten mogen daarom ook niet direct of indirect met fonds aandelen betaald worden (1) bij de beleggingskeuze moet de risicobeperking in acht genomen worden.

- 73.1. Over haar activiteiten moet de fonsleiding uitvoerig boekhouden en jaarrekeningen voorleggen. Artikel 16 VVA omschrijft op gedetailleerde wijze welke posten op de balans en de winst- en verliesrekening (resp. 18 en 17 in getal) van de door het fonds gecontroleerde immobiliënvennootschappen moeten voorkomen ; artikel 17 houdt gelijkaardige bepalingen in voor het vastgoedfonds zelf. Naar de erkende regels van de consolidering moeten bovendien bij de afsluiting van het boekjaar een gezamenlijke balans en gezamenlijke rekeningen van het fonds en de 'voorgeschakelde' immobiliënmaatschappijen opgesteld worden (art. 22 VVA). Voor elk soort van beleggingsobjecten moet een eigen beleggingsrekening bestaan (art. 18 VVA) en op het einde van het rekeningsjaar moet een inventaris opgesteld worden waarin elke titel of waarde apart vermeld staat met o.m. nummer, verzekeringswaarde (voor gebouwen) en marktwaarde (art. 19 VVA).
- 73.2. Aan de Bankcommissie en aan het publiek moet dan een jaarverslag worden voorgelegd dat opgesteld is op basis van de geconsolideerde rekeningen en balans en dat een twintigtal posten moet bevatten (art. 26 VVA) benevens een inventaris (art. 28 VVA) en een lijst van de tijdens het werkingsjaar doorgevoerde aankopen en verkopen van beleggingsobjecten (art. 29 VVA). Ter zetel van de beheersvennootschap moeten

(1) Art. 3 VVA. Deze bepaling lijkt evident gezien naar haar ratio legis. Aanmerkenswaardig is dat aldus een bepaalde vorm van fiducia wordt uitgesloten, nl., deze waarbij een eigenaar van een goed dit verkoopt aan een trustee en in ruil certificaten ontvangt die de economische eigendom, welke de eerste voor zich wilde houden verbrieven. In Zwitserland kwam deze formule niet voor. In Nederland wel. Door het Meijers NBW wordt deze fiducia-figuur voor de toekomst uitgesloten. Zie hieromtrent Van de Grintens pre-advies voor de Broederschap der Notarissen, 1964, Certificering van onroerend goed, p. 25

voor inzage door de certificaaathouders nog de volgende documenten voorliggen : een overzicht van de immobiliënvennootschappen die door het fonds beheerst worden en het procent van hun kapitaal dat door het fonds is opgenomen, een overzicht van de bruto-opbrengst van elk der grondstukken en gebouwen, de lijst van aan- en verkopen met de vermelding van de overeengekomen koopprijs (1) en een overzicht van de vastgoedactiviteiten welke door twee fondsen, die door dezelfde directie geleid worden, doorgevoerd werden (art. 30 VVA) (2).

- 73.3. Deze uitgebreide regeling van de rekeningen dient vooreerst ter informatie van de belegger. Als opdrachtgever heeft hij het recht. Ze is daarenboven van uitzonderlijk belang omdat de prijs der aandelen, de uitgifte- en terugnameprijs, bepaald wordt als deling van de marktwaarde van het vermogen door het aantal aandelen. Om fraude te voorkomen moet duidelijk uit de rekeningen af te leiden zijn welke de marktwaarde is (art. 11 VVA)(3). Vermelden we nog dat de fondsdirecties die zich schuldig maken aan fraude of bepaalde wettelijke regelingen niet nakomen strafrechterlijk sancties zullen oplopen (art. 49 - 52 BGA).

3. De directe vastgoedbelegging door de fondsbeheerder

74. Omwille van de idee der mede-eigendom en de daarmee verbonden constructie van een voorgeschakelde onroerend-goed-vennootschap werd vroeger nooit de vraag gesteld of de fondsdirectie ook zelf gronden zou kunnen aankopen en laten bouwen. Nu vastgesteld werd dat de beheerder zelf fiduciaire

(1) In de rekeningen worden de onroerende goederen niet naar hun marktwaarde maar naar de reële aanschaffingsprijs ingetekend (art. 34, 2 BGA)

(2) Deze regeling in de VVA geschiedt in toepassing van art. 34 BGA.

(3) Botschaft, p. 19

eigenaar is van de beleggingsgoederen bestond tegen de directe vastgoedbelegging geen bezwaar, integendeel, deze formule zou de meest klare verhoudingen scheppen. Men heeft ze evenwel niet verplichtend gesteld bij wet omdat dit de liquidatie zou meebrengen van de in 1967 bestaande eigenaarsvennootschappen, wat een omslachtige operatie zou geweest zijn. Reeds voor de wet waren verschillende fondsleidingen er echter toe gekomen om in het vooruitzicht van toekomstige beleggingen en omwille van de steeds maar stijgende grondprijzen, op voorhand grondstukken aan te kopen, bouwrijp te maken en soms zelfs te bebouwen. Om de kosten te drukken werden meestal grote projecten gerealiseerd waarvan, om de risicobeperking te respecteren, slechts een gedeelte nadien aan het fonds werd verkocht. Hiermee trad men buiten het kader van een beleggingsactiviteit. Er werden geen beleggingsobjecten meer aangeschaft (zoals het kopen van aandelen en obligaties) maar gecreëerd. De fondsleidingen werden voor rekening van de beleggers grote bouwheren, bestreken het grootste deel van de winningbouwmarkt. Deze praktijk bracht natuurlijk grote risico's mee maar anderzijds kan men ook stellen dat de fondsleidingen daartoe gedwongen werden door de economische situatie. Op het ogenblik dat de kandidaatvastgoedbeleggers certificaten wensen te kopen is de onroerend-goed-markt misschien niet zo gunstig om goedkope grond te bekomen en te laten bebouwen. In deze zin heeft de wetgever dan ook toegestaan dat de fondsleiding, wanneer ze het in het fondsreglement bepaalt, zelf 'ZUR BESCHAFFUNG VON KAPITALANLAGEN' en slechts met dit doel, gebouwen laat oprichten voor rekening van het beleggingsfonds (1). Ze mag evenwel zelf geen bouwonderneming leiden of er in geïnteresseerd zijn (2).

(1) Botschaft, p. 46 - 48

(2) In toepassing van art. 14 BGA

Om deze bouwwerken door te voeren mag ze, in afwijking van art. 12, 2 BGA, onroerende goederen in beperkte mate hypothecair belasten (1). Sommige fondsdirecties waren in het verleden zelfs verdergegaan. Niet alleen hadden ze gebouwen opgericht voor rekening van het fonds, maar omwille van (tijdelijk) ongunstige verhuuringsmoeilijkheden waren ze er toe overgegaan om bovendien zelf in deze gebouwen exploitaties te beginnen, als daar waren filmzalen, hotelbedrijven enzovoorts. Door de fondsdirecties werd gevraagd om deze praktijk ook als uitzonderlijk bij wet toe te laten. De wetgever heeft dit evenwel geweigerd. Het uitzonderlijk karakter definiëren leek immers niet mogelijk. Aan de andere kant weegt het nut dat deze zelf-exploitatie soms zou kunnen hebben niet op tegen een, door vage omschrijving van het uitzonderlijk karakter, vrij openstellen van die formule. Wanneer slechts voor korte tijd een exploitatie wordt aangevangen dan brengt dit zeker moeilijkheden mee voor de rendabiliteit ervan ; wanneer ze daarentegen voor langere tijd wordt gepland dan zal ook het afsluiten van een huurcontract voor zodanige tijd wel mogelijk zijn. (2).

(1) Zie art. 35, 3 BGA en de verantwoording daarvoor in de Botschaft, p. 48. Bij deze operaties stellen de beleggers hun geld ter beschikking van de bouwheer. Hiervoor moet noodzakelijkerwijze een rente op dit ter beschikking gestelde kapitaal uitgekeerd worden. Het wordt dan ook aan de directie toegelaten de winstrekening met een rente te crediteren (art. 35, 2 BGA) Dit werd uitdrukkelijk in de wet voorzien omdat deze praktijk eigenlijk een, anders gewraakte, uitkering van nog niet gerealiseerde winst zou zijn. De wetgever heeft echter begrip opgebracht voor het standpunt van de directies ; zonder dit crediteringsrecht zou het fonds immers een paar jaar zonder uitdeelbare opbrengst blijven en dus voor beleggers oninteressant. De creditering is evenwel beperkt : slechts de 'normale' rente mag worden uitgekeerd en de beleggingskosten mogen niet boven de geschatte marktwaarde van bijv. lang liggende grond verhoogd worden. Zie Botschaft, p. 48

(2) Botschaft, p. 49

b. De depotbank

75.1. Volgens de reclame en de fondsreglementen van voor de wet van 1966 had de bank, 'Treuhand-Bank' genoemd, tot taak de fondsleidingen te controleren in het belang van de beleggers. 'Die Bank vertritt die Interessen der Zertifikatsinhaber gegenüber der Fondsleitung', zo werd geschreven (1). Voor de beleggers zou het een garantie zijn dat de bank de vermogenswaarden van het fonds zou bewaren, zou controleren of de directie wel binnen het raam van een risicovrije beleggingspolitiek bleef en desgevallend een veto zou stellen tegen bepaalde voorgenomen operaties, en dus o. m. de gelden, die voor deze operaties nodig zouden zijn, niet ter beschikking zou stellen. Dergelijke voorstellingswijze was niet helemaal correct. De controle vanwege de bank over de fondsleiding was niet in de eerste plaats een fiduciaire zaak. Controle in het belang van derden onderstelt immers een stricte onafhankelijkheid tussen wie controleert en wie gecontroleerd wordt. Er was wel controle van de bank omdat de meeste fondsleidingen a. h. w. dochtermaatschappijen waren. De meeste fondsen waren opgericht door de grote Zwitserse banken omdat deze laatste niet een belangrijk deel van de geld- en kapitaalmarkt aan hun werkingssfeer wilden zien ontglippen. Buiten de bankwereld waren en zijn er in Zwitserland praktisch geen onafhankelijke (nationale) beleggingsconsulenten (2). Dat aparte rechtspersonen als beheersmaatschappijen voor de fondsen werden opgericht had hoofdzakelijk wat te maken met juridisch-technische moeilijkheden voor de banken om sommige beleggingsactiviteiten door te voeren maar eigenlijk was het - zeker voor de roerende-waarden-fondsen - de staf van bankspecialisten die de beleggingspolitiek voerde. De strenge controle en de verregaande inwerking van de bank op het leven van de beheersvennootschap kwam dus voort uit hun onderlinge af-

(1) Fondsreglement van IMMOVIT, sept. 1960, art. 12

(2) Aldus de Botschaft, p. 31

hankelijkheid. De inwerking werd eigenlijk samenwerking ; de leidingstaak werd over twee polen verdeeld. Dit alles wil niet zeggen dat het optreden van de 'Treuhand-Bank' helemaal geen waarborg meer betekende. De bank had en heeft haar betekenis volgens het spreekwoord 'Sage mir mit wem Du gehst und ich will Dir sagen wer Du bist', namelijk de zekerheid dat een beleggingsfonds serieus en soliede zal worden wanneer het een soliede bank als depotbank kan opgeven (1). Als de bank al controleerde en zulks in het voordeel van de beleggers uitkwam, dan was het om te voorkomen dat de fondsleiding door minder elegante praktijken de goede naam van de bank zou schaden.

- 75.2. Bij het opstellen van de wet van 1966 stond men voor de vraag welke taak men aan de bank zou toevertrouwen. Het ontwerp 1961 van het Ministerie verdeelde de beheersfunctie van het fonds over de beheerder en de bank en erkende daarmee de tot dan toe bestaande situatie. Het voorzag evenwel in de totale onafhankelijkheid van die twee beheerspolen en hierdoor druiste het natuurlijk in tegen de diep ingewortelde praktijk. Daartegenover stelde het hoofdbestuur van het Zwitserse Handels- en Industrieverbond (2) dat de twee hoofdtaken, beheer en bewaring, eigenlijk niet van elkaar te scheiden waren en dat de wet best de hele verantwoordelijkheid voor het fonds aan de bank zou opdragen. Ook anderen drongen er op aan dat de belegging in de vorm van collectieve beleggingsfondsen als normale bankactiviteiten zou erkend worden (3).

Hiermee kon de regering nochtans niet akkoord gaan. Vooreerst zou het samengaan van verschillende banken om een beleggingsfonds te stichten op grote (juridische) moeilijkheden stuiten. Verder zou men aldus een monopolie creëren

(1) Aldus de h. Dürrenmatt in de Nationalrat, ABN 11/1966, p. 259

(2) 'Schweizerisches Handels- und Industrievereins'

(3) o. m. R. BAER, gecit. in Botschaft, p. 31

dat niet te rechtvaardigen zou geweest zijn vanuit de natuur van het beleggingsfondsbeheer zelf of vanuit de bescherming der beleggers. Tenslotte waren er de laatste tijd soliede beleggingsfondsen op de markt verschenen die niet afhankelijk waren van een bank. Een derde mogelijkheid, welke vanuit de juridische analyse als beleggingsopdracht het meest te verantwoorden zou geweest zijn, bestond erin enkel de fondsleiding als draagster van beheers- en bewaringstaak aan te duiden. Omwille van de te verwachten grote tegenkanting vanwege de banken werd deze mogelijkheid reeds opvoorhand afgewezen.

Het regeringsontwerp wilde -eens temeer - de gulden middenweg bewandelen. Deze gulden middenweg zou een harmonisatie zijn van de bestaande situatie met de analyse van de rechtsverhoudingen, zoals die vooropgesteld was.

De controle op de beheerder in het belang van de beleggers zou niet de taak van de bank zijn, maar opgedragen worden aan de revisor en de Bankcommissie. Anderzijds aanvaardde men dat de medewerking van een bank aan de beheerstaak beslist een garantie van soliditeit voor de beleggers zou kunnen betekenen. Tenslotte werd erkend dat bij roerende-waarden-fondsen de bewaringstaak van de bank, met daaraan gekoppeld het vetorecht bij onregelmatige beleggingen, goed functioneerde. Daarom werd het volgende voorgesteld. De banken zijn als fondsleidingen toegelaten. Wanneer de beheerder niet een bank is dan moet - bij roerende-waarden-fondsen - een depotbank bijbetrokken worden. Ze is partij bij de beleggingsovereenkomst en verantwoording verschuldigd aan de beleggers. Zij heeft tot taak het vermogen van het fonds te bewaren en ervoor zorg te dragen dat ontoelaatbare beleggingen niet plaatsvinden. In het fondsreglement mogen haar verder nog bewakingsfuncties toegekend worden voor zover die niet de verantwoordelijkheid van de directie voor de beleggingspolitiek beperken. De beheersfunctie is immers niet meer over twee polen verdeeld : alleenverant-

woordelijk voor de beleggingen is de beheerder (1). De bank is slechts de financiële dienst van het fonds. Ze zorgt voor de uitgifte en terugname van certificaten en voor het betalingsverkeer van het fonds (art. 18 BGA). Voor vastgoedfondsen werd de aanwezigheid van een bank niet voorgeschreven. Veel is daar immers niet te bewaren : in geval van direct vastgoedbezit helemaal niets en bij de andere constructie, de voorschakeling van een immobiliënmaatschappij, zijn er slechts enkele aandelen of aandeelcertificaten te bewaren welke dan nog niet het belangrijkste deel van het fondsvermogen uitmaken. Belangrijkst zijn immers de vorderingsrechten uit leningen aan de voorgeschakelde vennootschap, vorderingsrechten welke niet in 'bewaarbaar' toonder- of orderpapier werden verbriefd.

Belangrijker voor de beleggers dan de aanwezigheid van een depotbank is het in artikel 17 BGA voorziene afzonderingsrecht in geval van faillissement van de beheerder. Bovendien zou een bank die niet de beheersvennootschap van het fonds controleert en slechts weinig te bewaren zaken heeft om haar vetorecht waar te maken (weigering te betalen of te gelde maken van andere vermogenswaarden) bezwaarlijk de verantwoordelijkheid ervoor kunnen opnemen dat de fondsleiding geen onregelmatige beleggingen verricht.

De commissie in de Nationalrat ging daarmee niet akkoord. Bij de bespreking van de wet diende ze een tegenvoorstel in houdende het verplichtend stellen van de aanwezigheid der depotbank, ook bij vastgoedfondsen (2). Argumenten daarvoor waren de solidariteitsgarantie, sommige negatieve ervaringen uit het verleden van fondsen zonder depotbank en

(1) Botschaft, p. 66 onder art. 18 BGA

(2) Het tegenvoorstel werd in de Commissie gestemd 11 tegen 10. De heer Allgöwer was afwezig en zou zeker, naar eigen zeggen, tegen dit voorstel gestemd hebben. Moest hij aanwezig geweest zijn dan zou de stemming 11 tegen 11 geluid hebben en zou de stem van de voorzitter, de Heer Dürrenmatt, doorslaggevend geweest zijn. Deze laatste was voor het voorstel. Zie de tussenkomst van de Heer Allgöwer in de Nationalrat, ABN/11/1966, p. 260. Uiteindelijk zou het voorstel van de Commissie door de Nationalrat aanvaard worden met 97 tegen 31 stemmen, loc. cit., p. 264

verder de overweging dat de vastgoedfondsen toch de tussenkomst van een bank zouden moeten aanvragen om reeds gestorte gelden, welke niet direct in vast goed konden worden belegd, voor middellange of korte termijn te plaatsen. (1)

Daarentegen werd aangevoerd dat het verplichtend stellen van de depotbank aan de banken een ongewenst monopolie zou verlenen en verder werd nogmaals benadrukt dat de bank niet meer de controle over de beleggingspolitiek voerde en dat de beleggers dus zouden bedrogen worden als ze dachten dat de eerlijkheid van de bank ook wel de eerlijkheid van de hele beleggingsoperatie zou waarborgen (2). De Nationalrat stemde evenwel in met het voorstel van de Commissie ; het bijbetrekken van een bank werd verplichtend gesteld voor vastgoedfondsen.

(1) Zie de tussenkomsten van de hh. Dürrenmatt, Eisenring en Bachmann-Wollerau in de Nationalrat, ABN 11/ 1966, resp. p. 259, 261 en 262-263

(2) Aldus de hh. Eisenring en Bondsraadslid Bonvin, ABN 11/1966, resp. p. 260 en 263-264.

§ 4. Revisie en toezicht, de verhouding tot de Nationale Bank

76. Zoals de banken richten ook de beleggingsfondsen zich tot het sparend en beleggingszoekend publiek om gelden aan te trekken. Het spreekt vanzelf dat er, ter bescherming van het publiek en van het openbaar spaarwezen, een controle op deze activiteit noodzakelijk is. Het was dan ook aangewezen dat men de beleggingsfondsen aan dezelfde controle-instantie als de banken zou onderwerpen.
- 76.1. Deze controle-instantie is in Zwitserland tweeledig. Ze berust op een samenwerking tussen een overheidsorgaan, de 'Eidgenössische Bankenkommission', en private, maar door de Bankcommissie erkende, revisoren en fiduciaire maatschappijen (Treuhandstellen). De bankrekeningen worden gereviseerd door een erkend revisor, die ze zelf aanduiden. De inhoud van het mandaat van revisor is bij wet bepaald (art. 19 - 21 Bankengesetz) en voor zijn tekortkomingen is de revisor civielrechtelijk en strafrechtelijk verantwoordelijk. Indien hij bij het verrichten van zijn taak inbreuken op wettelijke voorschriften vaststelt dan wijst hij de bank daar op en geeft haar een termijn om orde op zaken te stellen. Slechts in uitzonderlijke gevallen zal hij de zaak meedelen aan de Bankcommissie die dan de nodige, in het Bankengesetz voorziene, maatregelen treft (1). Een directe controle van de Bankcommissie bestaat dus niet. Haar organisatie is niet sterk uitgebouwd. Ze heeft slechts beperkte onderzoeksbevoegdheden en bestaat slechts uit vijf door de Bondsraad aan te duiden leden, wier mandaat slechts een bijkomende activiteit is.

(1) Art. 21 Bankengesetz

76. 2. Bij het onder de bevoegdheid van de Bankcommissie brengen van de beleggingsfondsen stelden zich twee problemen.

Vooreerst zou het aantal erkende revisoren moeten stijgen : er zouden nieuwe revisiemaatschappijen bijkomen. De Bankcommissie zou dan tenminste moeten weten hoe deze revisoren hun taak vervullen en desgevallend zou ze tot een coördinatie moeten kunnen overgaan. Daarom stelde de wetgever dat elk rapport van de revisor aan de Commissie zou moeten overgemaakt worden en dat dus niet alleen abnormale gevallen zouden worden medegedeeld (1).

Dit zou natuurlijk heelwat meer werk betekenen. Daarom werd voorgesteld het aantal Commissieleden te verhogen en desgevallend tot het opsplitsen in twee afdelingen over te gaan, een afdeling voor de bankencontrole en een andere, gespecialiseerd voor beleggingsfondsen.

Een ander probleem was dat van de inhoud der controle.

Wie schuldeiser van een bank is heeft een nominale vordering en interesseert zich daarom enkel voor de soliditeit van zijn schuldenaar. De bankcontrole beperkt zich dus tot het controleren van de rekeningen en het toetsen van de solvabiliteit. De certificaathouder daarentegen heeft een vordering waarvan de hoogte bepaald wordt door de activiteit zelf van zijn schuldenaar. Daarom moeten niet alleen de rekeningen van het fonds maar ook de activiteit van de beheerder gecontroleerd worden. Deze activiteit is gereglementeerd in de wet en het fondsreglement. Bij de controle zal dus de aandacht gaan naar de conformiteit van de gevoerde beleggingspolitiek met de wet en het reglement. De beoordeling van de opportuniteit van bepaalde beleggingen binnen het voorgeschreven kader wordt overgelaten aan de beleggers en de economische pers.

(1) Hierover was er discussie in de Ständerat. De Commissie stelde voor om de regeling van de Bankenwet te behouden. Dit voorstel werd door de vergadering verworpen op grond van de hier vermelde argumenten. Zie ABS 12/1966, p. 165 - 167.

a. Revisie

- 77.1. Om als revisievennootschap erkend te worden door de Bankcommissie moet de maatschappij voldoende waarborgen bieden m. b. t. haar kapitaal, de vakkennis van haar leiders en haar neutraliteit (art. 31 VVA). Opdrachten mag ze van een fondsdirectie slechts aanvaarden indien ze op geen enkele manier met deze laatste verbonden is en indien het honorarium van die opdrachten niet hoger ligt dan 10 % van het jaarlijks inkomen der revisie-vennootschap. (art. 32 VVA)
- 77.2. Bij het begin van het rekeingsjaar moet de fondsbeheerder voor elk van de door hem geleide fondsen een revisor aanstellen (art. 37 BGA en art. 34 VVA). Deze contoleert of de fondsleiding en de depotbank (1) binnen het raam van de wettelijke regeling en van het fondsreglement bleven, controleert verder de rekeningen van de beheersmaatschappij, van de voorgeschakelde vennootschappen en van het fonds (art. 38, 1 BGA). Om deze taak tot een goed einde te brengen heeft de revisor inzage in de boeken en in de adviezen van de schattingsexperts ; hij heeft het recht om van de leiding en de depotbank alle inlichtingen te vragen die nodig zouden zijn voor de controle (art. 39, 1 BGA). De revisie geschiedt niet alleen op het einde van het jaar ; er moet minstens één onaangemelde tussenrevisie plaatsvinden. (art. 35 VVA). Uiterlijk een half jaar nadat hem de rekeningen voorgelegd werden dient de revisor een revisieverslag in bij de Bankcommissie, de fondsleiding en de depotbank (art. 38 BGA en art. 37, 2VVA). Moet hij evenwel gedurende zijn controle onregelmatige handelingen ontdekken dan moet hij de Bankcommissie daarvan onmiddellijk op de hoogte stellen (art. 38, 3 BGA). Nooit zal hij aan beleggers of aan derden bij de revisie ontdekte situaties meedelen. (art. 39, 3 BGA).

(1) Over de samenwerking van de revisoren der fondsleiding en depotbank, zie art. 36 VVA.

a. Revisie

- 77.1. Om als revisievennootschap erkend te worden door de Bankcommissie moet de maatschappij voldoende waarborgen bieden m. b. t. haar kapitaal, de vakkennis van haar leiders en haar neutraliteit (art. 31 VVA). Opdrachten mag ze van een fondsdirectie slechts aanvaarden indien ze op geen enkele manier met deze laatste verbonden is en indien het honorarium van die opdrachten niet hoger ligt dan 10 % van het jaarlijks inkomen der revisie-vennootschap. (art. 32 VVA)
- 77.2. Bij het begin van het rekeingsjaar moet de fondsbeheerder voor elk van de door hem geleide fondsen een revisor aanstellen (art. 37 BGA en art. 34 VVA). Deze contoleert of de fondsleiding en de depotbank (1) binnen het raam van de wettelijke regeling en van het fondsreglement bleven, controleert verder de rekeningen van de beheersmaatschappij, van de voorgeschakelde vennootschappen en van het fonds (art. 38, 1 BGA). Om deze taak tot een goed einde te brengen heeft de revisor inzage in de boeken en in de adviezen van de schattingsexperts ; hij heeft het recht om van de leiding en de depotbank alle inlichtingen te vragen die nodig zouden zijn voor de controle (art. 39, 1 BGA). De revisie geschiedt niet alleen op het einde van het jaar ; er moet minstens één onaangemelde tussenrevisie plaatsvinden. (art. 35 VVA). Uiterlijk een half jaar nadat hem de rekeningen voorgelegd werden dient de revisor een revisieverslag in bij de Bankcommissie, de fondsleiding en de depotbank (art. 38 BGA en art. 37, 2VVA). Moet hij evenwel gedurende zijn controle onregelmatige handelingen ontdekken dan moet hij de Bankcommissie daarvan onmiddellijk op de hoogte stellen (art. 38, 3 BGA). Nooit zal hij aan beleggers of aan derden bij de revisie ontdekte situaties meedelen. (art. 39, 3 BGA).

(1) Over de samenwerking van de revisoren der fondsleiding en depotbank, zie art. 36 VVA.

77.3. Het verslag dat aan de drie hogervernoemde instanties wordt overgemaakt omvat een beschrijving van de werkwijze en de controles die doorgevoerd werden en verder de bevindingen van de revisor omtrent de inwendige organisatie van het beleggingsfonds, de boekhouding, de reële aanwezigheid van de opgegeven vermogenswaarden, het aanhouden van het pandverbod over het fondsvermogen, de schatting van de marktwaarde van het vermogen en de vaststelling van de emissie- en terugname prijzen, bevindingen omtrent de 'Treue-Pflicht' van de directie en de juistheid van de informatie voor de beleggers (art. 38 en 39 VVA). Verder bevat zijn verslag de controle-resultaten over het naleven door de fondsleiding van de op haar toepasselijke organieke regeling (art. 40 VVA). Naast dit rapport voor de Bankcommissie wordt door de revisor over bepaalde punten nog een kort verslag opgesteld dat aan de beleggers wordt meegedeeld bij het jaarverslag van het fonds (art. 41 VVA).

b. Het toezicht door de Bankcommissie

78. De Bankcommissie wordt aangesteld als het orgaan van toezicht op de beleggingsfondsen (art. 40 BGA) (1). Zij verleent de toelating aan een bank of een vennootschap om als directie een beleggingsfonds op te richten (art. 41 BGA). Zij controleert of de fondsbeheerder binnen de voorschriften van de wet en het fondsreglement blijft en kan te dien einde alle informatie vanwege de bij het fonds betrokken partijen eisen (art. 42 BGA). Zo nodig kan ze maatregelen nemen om mistoestanden te herstellen. Ze kan o. m. een zekerheidsstelling gelasten aan de beheerder, ze kan op vervolging aandringen bij strafbare handelingen, ze kan de bawarder vervangen en zelfs de toelating van de fondsbeheerder terug intrekken (art. 43 BGA). Wanneer ze tot dit laatste overgaat of wanneer de fondsbeheerder failliet gaat, wat automatisch

(1) Zie art. 42 VVA dat de verruiming van de Bankcommissie regelt.

Het vervallen van de toelating meebrengt, dan duidt de Bankcommissie een-voorlopig-bewindvoerder (Sachwalter) aan (1), die binnen het jaar de benoeming van een nieuwe beheerder of de liquidatie van het fonds zal voorstellen (art. 44 en 45 BGA). De Commissie zal in dezen beslissen in het belang van de beleggers. Beslist ze een nieuwe fondsdirectie aan te stellen dan gaan de vorderingen en de eigendom aan zaken automatisch krachtens de wet, op de nieuwe directie over (art. 46, BGA). Tegen beslissingen van de Bankcommissie is 'Verwaltungsgerichtsbeschwerde' ('hoger beroep') mogelijk bij het 'Bundesgericht' (art. 47 BGA).

De opstellers van de wet waren zich er wel van bewust dat ze aan de Bankcommissie ruime bevoegdheden gaven en met name de controle en beslissingsbevoegdheid in civielrechtelijke verhoudingen (de verhouding belegger-beheerder bijvoorbeeld). De Commissie beschermt aldus private rechten van de belegger. Op zichzelf is dat niet ongewoon. Waar het echter tot betwistingen komt is er wel een verschil tussen de Bankcommissie en de burgerlijke rechtbanken. De Bankcommissie is niet verplicht tussen te komen, de belegger is geen partij in betwistingen en moet niet geïnformeerd worden over wat er met zijn verzoek gebeurt. Aan de andere kant is het goedkoper en eenvoudiger zich tot de Bankcommissie te richten. Daarmee kan de belegger alleszins beginnen. Blijft zijn verzoek zonder gevolg dan kan hij zich nog tot de burgerlijke rechtbank wenden, die niet gebonden is aan de oplossing welke de Commissie voorhield in puur civielrechtelijke aangelegenheden, waarin ze omwille van de samenhang met haar politieke bevoegdheden moest oordelen (2).

(1) Wiens taak omschreven is in art. 43 VVA. Zie ook : K. AMONN, Die Aufgaben des Sachwalters nach dem Bundesgesetz über die Anlagefonds (rede voor de Bernische Juristenverein, te Bern, op 17 nov. 1969, aan steller, dezes medegedeeld).

(2) Botschaft, p. 54-55

In de wet is wel voorzien dat de rechtbanken, om het toezicht te vergemakkelijken, verplicht zijn hun beslissingen in burgerrechtelijke rechtsvragen tussen bij een beleggingsfonds betrokken partijen aan de Bankcommissie mee te delen (art. 42, 3 BGA).

c. De verhouding tot de Nationale Bank

- 79.1. Artikel 47, 1 van het wetsontwerp (art. 48, 1 der wet) luidde aldus : 'In gevallen van ernstige verstoring van de geld- en kapitaalmarkt mag de Zwitserse Nationale Bank, na het advies van de Bondsraad te hebben ingewonnen, het verwerpen van buitenlandse waardepapieren en vastgoedwaarden voor rekening van het beleggingsfonds voor bepaalde tijd verbieden'. In het verleden was er grote kapitaalexport geweest vanwege de beleggingsfondsen maar dit werd toen niet erg gevoeld omdat er vrij voldoende kapitaaloverschotten waren en omdat die export van kapitaal anderzijds weer goedge maakt werd door het aankopen van Zwitserse certificaten door buitenlanders. Alles wees er echter in 1964 op dat deze hoogconjunctuur definitief zou eindigen en maatregelen ter beveiliging van de geld- en kapitaalmarkt drongen zich op. Beleggingsfondsen in Zwitserland zijn namelijk kapitaalexporteurs bij uitstek. De risicospreiding vereist dat ze zich niet enkel beperken tot de schrale plaatsingsmogelijkheid in eigen land. Vooral voor roerende-waarden-fondsen is deze vaststelling pijnlijk juist (1). Uit de grote depressie in de 30-er jaren had men, in artikel 8 van de Bankenwet, een bepaling overgehouden waarbij kapitaalexport van meer dan 10 miljoen door de banken slechts mocht verricht worden met toestemming van de Nationale Bank (2).

-
- (1) Botschaft, p. 21 en p. 74-75, Zie ook de tussenkomst van Bondsraadslid Bonvin in de Nationalrat, ABN 11/1966, p. 274-275 en in de Ständerat, ABS 12/1966, p. 218-221
- (2) Die haar toestemming afhankelijk kon maken van een aantal voorwaarden, modaliteiten van de operatie.

Dit bedrag kon, indien de omstandigheden zulks wettigden, verlaagd worden en bedroeg aldus in 1966 5 miljoen (Zw. Fr.). De wetgever realiseerde zich dat, wanneer er in de wet op de beleggingsfondsen geen parallelle bepaling zou worden opgenomen, de banken het kapitaalexportverbod zouden kunnen omzeilen door niet rechtstreeks maar wel langs de hun geaffiliëerde fondsen kapitaal te laten wegvloeien.

- 79.2. In de Nationalrat en de Ständerat stuitte artikel 47,1 echter op grote tegenkanting. De Commissie van de Nationalrat stelde voor het desbetreffende artikel te schrappen (1). In de Ständerat steunde de Commissie het regeringsontwerp, werd evenwel door de heer Borel een schrappingsvoorstel ingediend en de Heer Bachmann wilde het artikel behouden maar corrigeren in die zin dat, evenals in (zijn interpretatie van) de Bankenwet, slechts export van meer dan 5 miljoen (of 5 % van het fondsvermogen - dit voor kleinere fondsen) zou kunnen verboden worden (2). In de discussies werden tegen het voorstel van de regering drie reeksen argumenten naar voren gebracht (3). Er waren vooreerst de tegenstanders van eenderwelk dirigisme, onder welke vorm ook (4). Hierop werd door de regering geantwoord dat Zwitserland, buiten de bepaling van artikel 8 Bankenwet, welke bepaling moest doorgetrokken worden, zowat het enige land in Europa was dat geen muntbescherming kende. 'Hetgeen we sparen zouden we, zelfs in noodgevallen, nog aan andere landen ter beschikking stellen'. 'Dit is bijna belachelijk', aldus de heer Bonvin (5). Verder waren er argumenten tegen de staatsinterventie omdat ze de belangen van de beleggingsfondsen zou schaden. Bovendien zouden bepaalde fondsen, namelijk die welke vooral of uitsluitend in buitenlandse waarden belegden, meer benadeeld worden dan anderen. Vastgoedfondsen, die allen slechts zeer weinig buiten Zwitserland belegden, zouden in geval van kapitaalexportverbod rustig kunnen doorwerken terwijl de roerende waarden-fondsen in moeilijkheden zouden geraken (6). Hiertegen kon natuurlijk gesteld worden dat precies de roerende fondsen grote kapitaalexporteurs waren en dus uiteraard het zwaarste zouden getroffen worden bij een tijdelijk verbod.

(1) Zie de h. Dürrenmatt, ABN 11/1966, p. 244 en 270

(2) Zie ABS, 12/1966, resp. p. 215-216, de h. Stafani, rapporteur ; de h. Borel, p. 216 en de h. Bachmann p. 217

(3) Zie het rapport van de h. Stafani, loc. cit.

(4) Bijv. de h. Dürrenmatt, loc. cit.

(5) ABN, 11/1966, p. 275 ;

(6) Aldus de hh. Galli, Frimborgne, resp. ABN 11/1966 p. 270-272 ; 272.

Overingens, wanneer het landsbelang moet afgewogen worden tegen het privébelang van de beleggers, is het vrij duidelijk wat zal moeten primeren ! Tenslotte waren er bezwaren tegen het feit dat een bepaling van staatseconomische aard opgenomen zou worden in een wet die slechts bedoeld mocht zijn om de belangen van de beleggers te beschermen. Men voerde aan dat artikel 47, 1 maar moest opgenomen worden in de te herziene Bankenwet (1). De regering antwoordde daarop dat men de rechtssystematiek niet zover behoefde door te drijven dat een noodzakelijke bepaling als deze zou worden uitgesteld. Daarop werden de schrappingsvoorstellen door de Nationalrat en de Ständerat afgekeurd (2). Hetzelfde lot onderging het voorstel Bachmann omdat het berustte op een verkeerde interpretatie van de bankenwet. Immers, het was niet correct dat slechts export van meer dan vijf miljoen aan een toelating onderworpen was. Het bedrag van de vrij toegelaten export werd naargelang de omstandigheden door de Nationale Bank vastgesteld en kon steeds gewijzigd worden (3).

- 79.3. In toepassing van het in de wet bepaalde interventierecht schrijft artikel 44, 4 VVa voor dat de Nationale Bank, gedurende een eventueel op te leggen exportverbod, de kapitaalsollicitering op de Zwitserse markt zal verbieden aan buitenlandse beleggingsfondsen die hoofdzakelijk in het buitenland beleggen.

Om de taak van de Nationale Bank te verlichten, en met name om haar toe te laten zich op de hoogte te houden van de evolutie der geld- en kapitaalmarkt, worden de fondsleiders verplicht haar kwartaalberichten over te maken (art. 48, 2 BGA), inhoudende mededelingen over het aantal uitgegeven en teruggenomen aandelen en over de waarde van het fondsvermogen, het aandeel inlandse en buitenlandse waarden 'in portefeuille'. Deze mededelingsplicht rust ook op de Zwitserse vertegenwoordigers van buitenlandse fondsen (art. 44 VVA)

§ 5. De rechten van de beleggers

80. Reeds werd gesteld dat de belegger geen eigendomsrechten toekomen en geen deelrechten vanuit een gemeenschap van alle beleggers samen. Door de betaling van zijn bijdrage verwerft hij individuele vorderingsrechten tegenover de fondsleiding en de depotbank (art. 20, 1 en 3 BGA).

(1) Aldus de h. Borel, ABS 12/1966, p. 216

(2) Nationalrat : ABN 11/ 1966, p. 275 ; Ständerat : ABS 12/ 1966, p. 220

(3) Ständerat, ABS 12/1966, p. 221

Deze rechten worden verbrieft in waardepapieren zonder nominale waarde en op naam of aan toonder luidend. De certificaten verbrieven een of meerdere aandelen aan het fondsvermogen (art. 20, 2 BGA). Ze bevatten de tekst van het fondsreglement en worden door de directie en de depotbank, de twee tegenpartijen van de belegger in het contract, ondertekend (art. 20, 4 BGA).

- 80.1. Vooreerst heeft de certificaathouder een aanspraak op een deel van de waarde van fondsvermogen en opbrengsten. De grootte van deze vordering wordt bepaald door de vaststelling van de emissie en terugnameprijs der aandelen (1) en door de vaststelling van de jaarlijkse opbrengst bij het opmaken van de rekeningen.
- 80.2. Een belangrijk recht voor de belegger is verder het recht om ten allen tijde de beleggingsopdracht terug in te trekken en de waarde van zijn deel in het fondsvermogen op te vragen (art. 21 BGA). Vanuit de juridische constructie als opdracht tussen belegger en beheerder moet dit herroepingsrecht onvoorwaardelijk aan de opdrachtgever verleend worden (art. 404 OR) (2). Een mogelijke verkoop van de certificaten op de beurs kan dit niet vervangen. Eveneens wordt het royementsrecht vereist vanuit de economische situatie der beleggingsfondsen. Het is immers de compensatie ten voordele van de belegger voor de totale afwezigheid van inmeningsbevoegdheid in het beheer van het fonds. (3)

(1) De terugnameprijs is naar dezelfde gegevens als de emissieprijs te berekenen (art. 21, 3 BGA). De wet houdt verder bepalingen in over de wijze waarop de prijzen moeten worden vastgesteld : art. 12, 3 BGA en art. 11 VVA ; verder art. 11, 2, c BGA. Voor wie certificaathouder is op het ogenblik van de liquidatie wordt het deel aan het fondsvermogen vastgesteld naar het liquidatiesaldo.

(2) De tegenpool daarvan, het opzeggingsrecht vanwege de opdrachthouder, wordt ten voordele van de beheerder en de bank geregeld in art. 28, 1, b BGA. Zie verder over het herroepingsrecht, Botschaft, p. 39-40

(3) 'Die Formel des open end trust ist das notwendige Gegengewicht zur Machtsfülle der Fondsleitung und zur Einflusslosigkeit des Anlegers', Botschaft, p. 18

Tenslotte hebben de ervaringen van de crisis der 30-er jaren in de U.S.A. en van de Zwitserse situatie der vastgoedfondsen in 1964 aangetoond dat de reële bedéling der beleggers slechts gewaarborgd is wanneer ze zich bijtijds kunnen terugtrekken en niet verplicht worden hun hele beleggingsvermogen te zien tenietgaan. Hieruit kan men overigens nog een argument halen om de enkele mogelijkheid om op de beurs te verkopen niet als vervanging voor royement te aanvaarden. Bij dergelijke crisissen zal de beurswaarde der certificaten, omwille van de massale verkoop, tot niets herleid worden of alleszins ver beneden de inventariswaarde van het fondsvermogen liggen.

De ontwerpers van de wet waren zich er wel van bewust dat ze met dit voorschrift een zware last legden op de fondsbeheerder, die, om aan de royementsvragen te voldoen, in de toekomst steeds over voldoende liquiditeiten zou moeten beschikken. Desgevallend zou hij bovendien tot de liquidatie van bepaalde beleggingswaarden moeten overgaan. Dergelijke operatie brengt ook moeilijkheden mee voor de beleggers die blijven : de beheerder kan zomaar niet tot schaalverkleining van het evenwichtig gespreide vermogen overgaan en zeker kan hij dit niet wanneer de liquidatie van bepaalde bestanddelen vrij snel en soms in ongunstige omstandigheden moet geschieden. Daarom voorziet de wet dat de Bankcommissie, wanneer ongewone omstandigheden zich voordoen, een tijdelijke opschorsing van de terugbetaling kan toelaten (art. 21, 4 BGA). Vastgoedfondsen, voor dewelke de moeilijkheden in verband met de realisatie der beleggingen nog veel groter en frequenter zijn, mogen steeds, aldus artikel 36 van de wet, een termijn van twaalf maanden voorzien voor de nodige liquidatie (zie ook art. 3, 2 VVA). Deze termijn mag in het fondsreglement contractueel verkort of tot hoogstens 24 maanden verlengd worden.

Door de bepaling van artikel 21 zijn in Zwitserland enkel open fondsen als beleggingsfondsen erkend. In de Commissie van de Nationalrat werd dan een voorstel ingediend om fondsen, wier aandelen ter beurse genoteerd en verhandeld werden, van de terugbetalingsplicht vrij te stellen (1). De dubbele notering, die van de beurs en die van de door de beheerder vastgestelde terugnameprijs op basis van de inventariswaarde, zou, aldus de promotors van dit voorstel, speculatie in de hand werken. Men zou in baissetijd op de beurs certificaten kopen waarvan de beurswaarde lager ligt dan de effectieve waarde en daarna royement vragen aan het fonds en dit natuurlijk ten nadele van de blijvende beleggers. Voor wie wat geld liggen heeft zou dit 'ein Bombengeschäft' zijn. Deze redenering leidde eigenlijk tot twee verschillende conclusies. Door de een werd voorgesteld de royementsverplichting af te schaffen voor op de beurs genoteerde certificaten (2) terwijl een ander de oplossing zag in een beduidende verlenging (of verlengingsmogelijkheid) van de wachttijd voor royement. Dit laatste zou de speculanten afschrikken gezien de onmogelijkheid om snel de verhoopte boni te realiseren (3). De commissie van de Nationalrat besliste evenwel het regeringsontwerp te steunen en geen minderheidsvoorstel in te dienen. Dit laatste gebeurde wel in de Ständerat waar de heer Odermatt vroeg artikel 21 te beperken tot de fondsen wier aandelen niet ter beurse genoteerd en verhandeld werden (4). Ook hier kwam het speculatiegevaar ter sprake. Bondsraadslid Bonvin stelde dat dit niet zo dramatisch mocht gezien worden. De fondsleiding, aldus de heer Bonvin, kan nooit het slecht-offer van speculatie worden : wanneer ze royementen honoreert dan vervult ze slechts haar contractuele verplichtingen. Ook de belegger kan, gezien in het raam van de wet, niet gedupeerd worden. De wet schrijft immers aan de fondsdirectie duidelijke en gedetailleerde publiciteit voor over de waarde van het vermogen. De certificaathouder weet nu, in tegenstelling tot vroeger vaak voorkomende situaties, precies wat zijn certificaat waard is en hij zal er wel niet voor bereid gevonden worden dit aandeel met een disagio van 20 à 30 % op de beurs te verkopen.

-
- (1) Het gaat hier om gesloten fondsen wier aandelen noodzakelijkerwijze ter beurse moeten verhandeld worden en verder om fondsen waarvan de certificaten eveneens op de beurs genoteerd worden om een snelle verkoop ervan toe te laten ten voordele van wie niet in de mogelijkheid zou zijn te wachten tot het royement gehonoreerd wordt.
 - (2) Aldus de h. Binder, ABN 11/1966, p. 252
 - (3) Aldus de h. Raissig, ABN 11/ 1966, p. 249
 - (4) ABS, 12/ 1966, p. 162-163

Wel zal hij, wanneer hij direct geld nodig heeft, zijn aandeel snel kunnen te gelde maken op de beurs en het aanmerkelijk kleinere disagio waarmee deze operatie gebeurt zal wellicht compenseren met het feit dat hij zijn geld zoveel vroeger ter beschikking heeft dan wanneer hij de terugname ervan aan de fondsleiding zou vragen (1). Tenslotte werd nog aangevoerd dat de speculatie die men wilde vermijden zich op een veel subtielere en gevaarlijker manier zou voordoen wanneer de fondsleiding, gedurende de hele levenduur van het fonds, veilig van alle roeyementsverzoeken, het vermogen naar willekeur zou mogen beheren (2). Het voorstel Odermatt werd niet goedgekeurd (3). Een ander probleem was dat volgens de Zwitserse beursreglementen ter beurze slechts 'gesloten' beleggingsfondsen kunnen genoteerd worden. Dit in samenhang met de wettelijke roeyementsverplichting, betekkende dat een ter beurze genoteerd fonds wel aandelen moet terugnemen (volgens de wet) maar die aandelen niet opnieuw mag emitteren (volgens het reglement van de beurs) zodat fonds slechts zou kunnen wegwijnen. De Zwitserse Bankcommissie onderzoekt dan samen met de beurzen hoe men dit zou kunnen oplossen (3 bis).

80.3. c. De belegger-opdrachtgever heeft recht op informatie.

Buiten de collectieve informatie, de voor te leggen jaarverslagen en rekeningen (4), is de fondsleiding verplicht de nodige inlichtingen te verschaffen aan een certificaathouder die een rechtmatig belang kan waarmaken om gegevens te krijgen omtrent bepaalde beleggingen van voorbije jaren of omtrent de berekening van uitgifte- en terugnameprijzen.

(1) Aldus de h. Bonvin, ABS 12/ 1966, p. 163-164

(2) Aldus de h. Stefani, ABS, 12/ 1966, p. 162

(3) ABS 12/ 1966, p. 164

(3bis) Zie daaromtrent : 58. Jahresbericht (1969/1970 der Schweizerische Bankiervereinigung, p. 80. Per November 1970 was hieromtrent nog niets beslist (aldus een mededeling vanwege de Zwitserse Bankcommissie aan stellen, dezer).

(4) Zie nr. 72, in fine

De directie is niet verplicht om de belegger inzage te verlenen in de boeken of de correspondentie. Desgevallend kan de rechter evenwel beslissen dat de revisor de nodige onderzoeken doet en de belegger daarover inlicht (art. 22 BGA).

80. 4. De belegger heeft het recht om van de fondsleiding (en de depotbank) de nakoming van haar verplichtingen te eisen en desgevallend schadeloosstelling te vorderen (resp. art. 23 en 24-27 BGA). De belegger heeft individuele vorderingsrechten tegenover de beheerder : aanspraken op betaling van dividend, op terugname van een certificaat enzovoorts. In het algemeen heeft hij tegenover de beheerder een aanspraak dat deze laatste zijn verplichtingen, die in de wet en het fondsreglement omschreven zijn, nakomt. Nakoming van deze verplichtingen vorderen (bijv. uit de aanspraak op terugbetaling door de directie van wederrechtelijk verworven beloningen,) zal meestal concreet betekenen dat de directie een bepaalde geldsom (terug) ten voordele van het fonds zal moeten storten en dus alleszins ten voordele van meerdere beleggers. Met andere woorden, de fondsdirectie die tegenover duizenden beleggers dezelfde verplichtingen heeft zal slechts zelden ten nadele van één enkele inbreuk plegen op die voorgeschreven verplichtingen (1). Toch mag die ene belegger, die zich tekortgedaan voelt, de vordering ter vervulling van het contract instellen, ook wanneer die vordering uitwerkingen heeft voor alle andere medeparticipanten (art. 23, 1 BGA). Naast de vordering tot nakoming is er de eis tot schadeloosstelling. Deze is uiteraard individueel en kan geen uitwerking hebben voor de andere beleggers. De fondsleiding, de depotbank en de revisor zijn gehouden de schade te vergoeden, welke uit de tekortkomingen aan hun verplichtingen ten nadele van de beleggers is ontstaan (2).

(1) Botschaft, p. 40-41

(2) Art. 24, 1 ; 25 en 26, 1 BGA

Ze zijn verantwoordelijk volgens de regels van het contractenrecht wat inhoudt dat ze bevrijd zijn van vergoedingsplicht wanneer ze kunnen aantonen dat hen geen schuld treft aan de ontstane schade (1). Elke andere beperking van de aansprakelijkheid is verboden. (art. 24, 3 BGA).

De relatie tussen de twee genoemde vorderingen is de volgende. De belegger heeft de keuze tussen de twee, hij kan ook eerst de vordering tot nakoming van de verplichtingen instellen en daarna de schadeloosstellingsvordering; hij kan ze ook samen instellen en tenslotte is er nog de mogelijkheid dat de Bankcommissie de fondsleiding verplicht orde op zaken te stellen (2).

De toelichting van de regering bij de wet leert ons dat bij de discussie over de voorontwerpen twee voorstellen werden ingediend omtrent de procedures waarover de belegger beschikt. Het ontwerp 1961 van het Ministerie van Financiën voorzag in de mogelijkheid dat de Bankcommissie een 'vertegenwoordiger' voor de beleggers zou kunnen aanduiden wanneer er gronden waren om aan te nemen dat de fondsleiding buiten haar wettelijke of contractuele bevoegdheden was gegaan. Deze vertegenwoordiger zou de gepaste vordering instellen en slechts wanneer die eis geen resultaat zou opleveren zou de procedure voor de individuele belegger openstaan. Dit werd evenwel afgewezen omdat de belegger zou beknot worden in de vrije uitoefening van zijn rechten en omdat de aan te duiden vertegenwoordiger zich in een haast onmogelijke positie zou bevinden. Een ander voorstel kwam van de vereniging van Zwitserse beheersmaatschappijen van beleggingsfondsen. De kantons zouden, volgens dit voorstel, alle betwistingen uit de wet op de beleggingsfondsen aan één enkele rechter opdragen omdat deze betwistingen en de uitspraken daarin een praktische draagwijdte zouden hebben, die ver zou uitstijgen boven het individuele geval en een uniforme rechtspraak zich dus opdrong. Bovendien zou tegen deze beslissingen altijd een hoger beroep bij het Bundesgericht mogelijk moeten zijn, ongeacht de geldwaarde van de vordering.

(1) Art. 24, 1 BGA in toepassing van art. 97 OR

(2) Botschaft, p. 41

In overeenstemming met de ingewonnen opinie van het Bundesgericht zelf wees de regering ook dit voorstel af omdat het, zonder eigenlijke dwingende noodzakelijkheid, een diep ingrijpen zou betekenen in de organisatie der Zwitserse kantonale rechtspleging (1). Het Hoogste Hof was van oordeel dat betwistingen op grond van de wet op de beleggingsfondsen niet méér problemen zouden opleveren dan andere betwistingen in verband met het verbintenissenrecht.

- 80.5. Een kernstuk in de wet is het recht van de belegger om in geval van faillissement van de beheerder (2) het belegde vermogen uit de activa af te zonderen onder voorbehoud van de rechten die de beheerder op dit vermogen zou bezitten (3). Schulden van de fondsleiding die niet in functie van de overeenkomst voor collectieve belegging gemaakt werden kunnen niet met vorderingen van het fondsvermogen vermengd worden. De beheerder is wel juridisch eigenaar van het vermogen maar hij is dit in het belang van anderen. Dit belang van de anderen moet beschermd worden.

§ 6. Bemerkingen bij de Zwitserse wet

81. Door de wet van 1966 kregen de Zwitserse beleggingsfondsen een statuut aangemeten dat paste in het vigerende rechtssysteem. Fundamenteel werd er aan de bestaande rechtsverhoudingen niets gewijzigd maar wel werd aan de fondsleidingen de mogelijkheid gegeven om op een klare en eerlijke wijze de wederzijdse rechten en plichten te omschrijven. Ook vroeger aanvaardde men dat de fondsbeheerder van de beleggers een opdracht kreeg en dat de directie zelf de facto alle eigenaarsbevoegdheden moest kunnen genieten om die opdracht tot een goed einde te brengen.

(1) Botschaft, p. 42

(2) Of in geval van executie vanwege schuldeisers der beheerverenootschap op 'haar' vermogen.

(3) Bijv. nog te ontvangen vergoedingen. In toepassing van het afzonderingsrecht bepaalt art. 13 BGA dat alle beweeglijke vermogenswaarden en bewijsoorkonden over de andere waarden onder bijzonder kenteken en op een veilige plaats dienen bewaard te worden.

De moeilijkheden in verband met de zekerheidsstelling van de belegger bij faillissement van de fondsleiding dwongen deze laatste er evenwel toe de mede-eigendomsfiguur voorop te stellen, een puur formele mede-eigendomspositie - 'pour le besoin de la cause' -, die dan echter inhoudelijk volkomen was uitgehold, en eigenlijk kwam deze mede-eigendomsformule de fondsdirectie ook nog goed van pas om met een juridische constructie de reclame waar te maken dat de belegger 'zoals een eigenaar de opbrengsten van onroerend goed zou genieten'. 'Die Möglichkeit, auch mit bescheidenen Mitteln 'Miteigentümer' von ausgewählten Sachwerten zu werden, wurde in guten Treuen als zügiges Werbeargument für das Investmentsparen verwendet' (1).

Niemand trapt erin wanneer men hem eigendom belooft - weze het economische eigendom - zonder daarbij een min of meer rechtstreekse en voor hem tastbare band tussen hemzelf en de zaak in het vooruitzicht te stellen.

Eigendom betekent voor de gewone man slechts 'dat een zaak van mij is' (2) dat die zaak 'alleen van mijn wil afhankelijk is' en van niemand anders.

(1) K. AMONN, op. cit., p. 9

(2) W.J. SLAGTER, Juridische en economische eigendom, Deventer, 1968, p. 8

Hiermee is ook de essentie van het juridisch eigendomsbegrip geduid : ' een object behoort toe aan een subject, het subject is normatief tegenover dit object' (1). Bij juridische eigendom zal de band tussen eigenaar en de zaak rechtstreeks zijn ; bij economische eigendom onrechtstreeks, dat wil zeggen dat de zaak, waarvan men het economisch nut geniet, in rechte aan een ander toebehoort. Men zal er dan voor moeten zorgen dat die ander 'zijn eigendom' niet in eigen belang gebruikt, men zal die ander aan zich moeten binden, hem zijn wil opdringen. Dit schept niet veel moeilijkheden wanneer de juridische eigenaar van de zaak een vennootschap is. De ondernemer, die zijn onderneming in de vorm van een naamloze vennootschap uitbouwt, spreekt van 'zijn zaak'!(2) Wanneer hij de grootste aandeelhouder is, voorzitter is van de beheerraad, waaneer hij vertrouwensmensen kan benoemen en ontslaan dan kan er met de vennootschap en dus ook met hetgeen in eigendom van die vennootschap staat niets of bijna niets gebeuren dat hij niet gewild en berekend heeft. De vennootschap heeft buiten hem geen eigen wil of eigen leven (3), de band tussen hem en de zaak die 'juridisch eigendom' van een ander is, deze band is praktisch even sterk als die tussen een eigenaar en zijn eigendom.

-
- (1) J. EGGENS, Over de verhouding van eigendom en verbintenis, in : Mededelingen van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, Afd. Letterkunde, Nieuwe reeks, deel 23, N° 7, p. 187
 - (2) Als typevoorbeeld : De man die zijn huis in eigendom van een NV plaatst, een NV waarvan hij de enige aandeelhouder is ; Zie E. TETTLER, Die Einmann-Immobilien - AG, Zürich, 1969, in 't bijz. pp. 40 en 72
 - (3) Er wordt hier wel een verouderd ondernemingsbegrip gehanteerd. Meer en meer gaat men de nadruk leggen op het eigen leven en eigen belang van de onderneming. We spreken hier evenwel in hoofdzaak over de onderneming als vennootschap en niet als economische zelfstandigheid. Zolang er geen uitgewerkt vermogensrecht bestaat zal het afzonderen van een deel van eigen vermogen in een vennootschap nog altijd een belangrijke functie van laatstgenoemde rechtsinstelling blijven. Zie hieromtrent : W. Van Gerven, alg. dl., Titel III in 't bijz. nrs. 99 en 95

Heel anders daarentegen ligt het wanneer de juridische eigenaar een persoon (1) is met een eigen wil, onafhankelijk van die der economisch gerechtigde. Deze laatste kan wel in een contract zijn wil opdringen aan de eerste maar hij zal dit nooit op zo afdoende wijze kunnen doen als wanneer hij de meerderheidsparticipant in een vennootschap zou zijn en zelf de wil van die vennootschap zou 'maken'. Buiten de wil van de economisch gerechtigde om kan de juridische eigenaar, met miskennen van zijn verplichtingen, de zaak, die hij in eigendom heeft, misbruiken en de derden, die niet op de hoogte zijn van de fiduciaire aard der eigendom, zullen ter goeder trouw met de 'eigenaar' contracteren en desgevallend de eigendom aan de zaak verkrijgen. Wanneer de juridische eigenaar bovendien insolvent is dan kan de economische gerechtigde niet eens meer een schadeloosstelling bekomen. De fiduciaire rechtsfiguur vereist meer vertrouwen tussen partijen en wellicht, voor de besproken operatie, meer ^{rechts-}verfijning dan het drastische en soms brutale 'ik-ben eigenaar-van-die-vennootschap'. In het op het continent groeiende rechtssysteem is de laatste figuur evenwel meer bekend en spreekt dan ook meer aan dan de eerste.

(1) Een natuurlijk persoon of een vennootschap waarvan men geen aandeelhouder is of niet een medebeslissingsrecht heeft.

82. Naast het opstellen van een passende privaatrechtelijke analyse der rechtsverhoudingen had de wetgever zich tot taak gesteld de nodige bescherming voor de beleggers te organiseren (1).

Deze bescherming van de belegger is dan georganiseerd op drie vlakken : bij de wetgeving^{wetgeving}, tijdens de periode dat hij aan het fonds deelneemt en op het ogenblik dat hij wil uit-treden.

82.1. Geen enkele initiatiefnemer zal de belegger mogen opzoeken om hem certificaten van een 'beleggingsfonds' te verkopen wanneer de voorgestelde operatie niet voldoet aan de wet-telijke vereisten en wanneer de beheerder niet op voorhand aan de Bankcommissie het bewijs heeft geleverd van zijn soliditeit. De beheerder vraagt aan de spaarder vertrouwen in hem te stellen om bepaalde beleggingen te verrichten.

(1) Zie ondermeer hierover : M. LUSSER. Problemen des Rechts
über die Anlagefonds im lichte des Schweizerischen Bun-
desgesetzes vom 1. Juli 1966, Oesterreichisches Bank-
Archiv 1969, 51-80.

Deze beleggingen moeten in het fondsreglement duidelijk omschreven zijn, en moet bepaald zijn hoe ze zullen geschieden en welke de beloning voor de beheerder en de bank zal zijn. Zelfs al zou de belegger dit fondsreglement niet lezen, of - omwille van de 'kleine lettertjes' - niet kunnen lezen, dan nog zal hij er nooit bedrogen uitkomen. Bepaalde beleggingen, die te risicodragend zouden zijn, worden immers bij wet uitgesloten.

- 82.2. Nu de nieuwe certificaathouder in de directie vertrouwen heeft gesteld voor bepaalde operaties mag dit vertrouwen niet onverdiend beschaamd worden. De directie zal zich aan deze operaties moeten houden en dit zal gecontroleerd worden door een onafhankelijke revisor. Gaat de directie toch haar boekje te buiten dan zal de Bankcommissie de nodige maatregelen treffen, de fondsleiding zelf zal gestraft worden en de certificaathouder zal over een schadeloosstellingsvordering beschikken. Verder kan de belegger ook zelf de evolutie van zijn belegging volgen door de uitgebreide informatie welke hem ter beschikking moet gesteld worden. Wanneer hij er tenslotte toe zou besluiten zijn kapitaal terug op te vragen en voor andere doeleinden aan te wenden dan kan hij zijn certificaat inleveren voor een controleerbare vastgestelde prijs, overeenkomstig de inventariswaarde ervan, of hij kan het ter beurse realiseren.
- 82.3. Binnen het raam van de vooropgestelde grondideeën en van het 'haalbare' lijkt deze bescherming afdoende. Vooral het gedetailleerd voorleggen van de rekeningen en het publiceren van het jaarverslag zijn aanmerkelijke verbeteringen in de Zwitserse beleggingsfonds-praktijk.

Door de sociaal-democratische fractie in de Nationalrat werd het wetsontwerp evenwel als 'te laks' geduid. De heer Diethelm noemde de onmogelijkheid voor de certificaathouders om inzage te krijgen in de boeken van de fondsbeheerder een zwak punt. Verder leverde hij kritiek op de verjaringstermijn van de schadeloosstellingsvorderingen. Deze bedraagt normaal tien jaar (1) maar ten laatste een half jaar na het uittreden uit het fonds kan de vordering nog door de belegger ingesteld worden (art. 26, 2 BGA). Tenslotte is er het probleem van de financiering van bedrijven. Herhaaldelijk wordt in de regeringstoelichting gesteld dat beleggingsfondsen geen nieuwe vorm van ondernemingsfinanciering zijn. Nochtans zal het ook in de toekomst mogelijk zijn hotels, restaurants, parkeergarages en shopping-centra te bouwen, te financieren eigenlijk daar bij deze bedrijven (vooral shopping-centra en garages) in hoofdzaak het gebouw de bedrijfsuitrusting uitmaakt. Deze gebouwen worden opgericht volgens de plannen welke de bedrijven voorleggen zodat omschakeling en aanwending voor andere doeleinden slechts met veel moeite en kosten zullen kunnen geschieden terwijl het anderzijds niet zo absoluut zeker is dat de bedrijven hun huurcontracten voor de lange, in de overeenkomst bepaalde, termijn zullen kunnen aanhouden. Binnen een periode van 20 tot 25 jaar kunnen zich immers (vooral dan voor shoppings) grondige veranderingen voordoen in de verkoops- en distributietechniek, veranderingen van de markt en veranderingen in het leven van de vennootschap-huurder (2). Het toelaten van dergelijke projecten werd nog als des te ergerlijk gezien omdat de reclame voor de fondsen meestal 'woningbouw' vermeldt.

83. Er werd de wetgever verweten aan economisch dirigisme te doen daar waar de wet aan de Nationale Bank de bevoegdheid gaf om desgevallend kapitaalexport te verbieden wanneer er op de Zwitserse markt zelf geldtekort zou heersen. Nochtans lijkt dit een redelijke bepaling.
- Een teveel aan kapitaal op de eigen markt leek geen probleem te zijn, althans niet voor de roerende-waarden-fondsen. Dit teveel kan wel altijd ergens in het buitenland geplaatst worden en een bescherming van de inlandse markt tegen prijsstijgingen en inflatie werd niet nodig geacht.

(1) Conform met art. 127 OR

(2) Zie ABN 11/1966, p. 250 De voornoemde beleggingsoperaties kunnen door de beheerder worden ondernomen wanneer ze uitdrukkelijk vermeld zijn in het fondsreglement.

Voor vastgoedbeleggingen is de situatie evenwel anders dan voor de roerende-waarden-fondsen. Vastgoedbeleggingen zijn meer gebonden aan de nationale markt. Deze markt is immers het beste gekend terwijl een grondige prospectie van buitenlandse situaties telkens weer per geval -omwille van elk nationaal grondrecht en grondbeleid en de verschillen in bouwpolitiek en wooncultuur - moet onderzocht worden. En dat veronderstelt meer studie dan de prospectie i.v.m. roerende beleggingen in aandelen en obligaties omdat er, precies omwille van de eigenheid van elke nationale grondbeleid-situatie, minder internationaal gelijklopende tendenzen en gekende invloeden zijn dan wel op de met mekaar verstrengelde beurzen en geld- en kapitaalmarkten. Wanneer de fondsbeheerder bovendien zelf laat bouwen dan plant hij liefst met eenzelfde bouweflupe, waarop hij vertrouwt, en deze bouweflupe heeft slechts een beperkte mobiliteit. Tenslotte kan men in het buitenland geplaatste roerende beleggingen snel terugtrekken wanneer dit nodig mocht zijn. Onroerend goed daarentegen is niet zo snel realiseerbaar en dus meer onderhevig aan het risico van politieke of wettelijke veranderingen of wijzigingen in de economische structuur van de plaats waar het goed gelegen is, de plaats die zijn rendabiliteit zal bepalen. Zelfs bij overschot aan beleggingskapitaal zal het fonds dus zijn vastgoedactiviteiten beperken tot Zwitserland. Tijdens de hoogconjunctuur van rond de zestigerjaren leidde dit tot een grote vraag vanwege de directies naar onroerend goed, waarvan ze - in het vooruitzicht van toekomstige beleggingen - een 'voorraad' aanlegden. Precies omwille van deze explosie groeide terzelfdertijd het aantal beheersvennootschappen van de vastgoedfondsen van 56 in 1961 over 75 in 1962, 97 in 1963 tot 165 in 1964, wat de vraag naar vast goed nog verhoogde. Dit alles bracht een gevoelige stijging van de grond- en bouwpijs mee (1).

(1) Zie Botschaft, p. 21 en verder de h. Diethelm in ABN 11/1966, p. 249 en de hh. Bachmann en Stefani, resp. ABS 12/1966, p. 255 en 151

Als excuus voor deze prijsverhogende politiek kon men wel aanvoeren dat de fondsen tijdens dezelfde periode toch jaarlijks 10.000 woningen hadden opgericht en aldus een ernstige bijdrage hadden geleverd om aan de woningnood te verhelpen (1). De enige - onrechtstreekse - rem die in de wet op deze grond-'rush' gesteld werd is de bepaling dat in de toekomst de fondsdirecties nog slechts gronden mogen aankopen en erop laten bouwen wanneer dit gebeurt om beleggingen voor het fonds te creëren en voor zover de middelen van het fondsvermogen dit toelaten. Deze regeling is vrij soepel gehouden en het zal van de revisor en van de Bankcommissie afhangen hoe ze concreet zal toegepast worden. De bepaling heeft slechts onrechtstreeks een remmend effect. Ze zal slechts een buitenmatige aankoop vanwege de fondsdirectie verhinderen en dit ter bescherming van de certificaathouders. Wanneer hij hoogconjunctuur alle directies terzelfdertijd maar binnen de perken der wet naar gronden zullen zoeken en contracten afsluiten met bouwpromotoren dan zal deze regelmatige, maar omvangrijke, 'rush' toch nog de grondmarkt verstoren, eveneens 'omwille van de certificaathouder', die zo graag de 'kleine spaarder' wordt genoemd. Dat daardoor voor dezelfde 'kleine spaarder' de toch al hoge grondprijs, de bouw- en huurkosten nog extra verhoogd worden kwam evenwel niet ter sprake.!

84. Bij de bespreking van de beheersfunctie (2) werd de discussie in de Nationalrat aangegeven omtrent het al dan niet verplichtend bij het fonds betrekken van een bank als depothouder. De aanwezigheid van een soliede bank die zich 'achter' het fonds zet zou een waarborg en een bescherming voor de certificaathouders zijn.

(1) Aldus de h. Binder (Kristen.-Democrat. fractie), ABN 11/1966, p. 250 als antwoord op de h. Diethelm.

(2) Zie nr. 74

Aangezien de fondsleiding echter van de wet de volledige verantwoordelijkheid voor de beleggingsactiviteit krijgt en het toezicht anderzijds aan de revisor en de Bankcommissie wordt opgedragen kan deze waarborg **niets** anders zijn dan de belegger er op attent maken 'dat een eerlijke bank zich toch niet zou compromitteren met een onverantwoord beleggingsproject'. Door het vertrouwen dat de belegger in de bank stelt zou hij ook het nodige vertrouwen in de fondsbeheerder opbrengen, een vertrouwen dat de grondslag van de beleggingsbeheersopdracht is. Of de banken dan inderdaad een waarborg betekenen voor de certificaathouder kan een vraag zijn, de beloning die ze in ruil voor deze 'borg' kregen is alleszins buitenmate groot.

Hun wordt een monopolie gegeven voor alle beleggingen. Geen enkele initiatiefnemer, hoe deskundig en eerlijk ook, zal nog kunnen een vastgoedfonds starten zonder dat een bank zich met zijn programma akkoord verklaart. Zelfs bestaande grote fondsen zullen een depotbank moeten vinden. Dit alles is in de Zwitserse situatie des te erger daar de grote Zwitserse banken meestal een eigen vastgoedfonds hebben en de sector bijna domineren. Dr. F.W.C. BLOM, die de wet in de 'Naamloze Vennootschap' commentariseerde, schrijft hierover : 'Het lijkt wel een wet om vastgoedfondsen van andere herkomst en andere opvattingen onmogelijk te maken'.
(1).

85. Anderzijds is het ook aan de invloed van de banken te danken dat in de Zwitserse wet voor het eerst de royalementsverplichting bij vastgoedfondsen werd neergelegd : passend in de optrek van de bank als 'transformatie-instelling' wordt hier van kortlopend krediet (steeds opvraagbaar beleggingsgeld) langlopend krediet (~~onroerend~~-goed-financiering) gemaakt.

(1) NV, 1968, p. 53-57

Dit royement betekent dat de belegging in onroerend goed nog meer toegankelijk wordt gemaakt voor de kleine spaarders.

In onroerend goed beleggen betekent meestal VEEL GELD voor LANGE TERMIJN VEILIG stellen en er dan ook een aangepaste rente voor krijgen.

De 'kleine spaarder' heeft niet veel geld om deze veilige belegging te kunnen doorvoeren en, wat meer is, hij kan dat geld misschien niet voor zo lange tijd immobiliseren. Collectieve beleggingsfondsen geven hem de mogelijkheid ook met weinig geld veilig in vast goed te beleggen, net zoals de kapitaalkrachtige dat kan. Beleggingsfondsen kunnen dan wellicht nog 'socialer' geheten worden wanneer ze nog meer rekening houden met de behoeften van de spaarder en hem de mogelijkheid geven zijn kapitaal terug te nemen wanneer hij het nodig heeft.

HOOFDSTUK III : VASTGOEDFONDSEN IN NEDERLAND

86. 1. Tot nu toe hebben we de vastgoedfondsen, in Duitsland en Zwitserland, benaderd vanuit de idee 'gemeenschappelijk beleggingsfonds'.

Aan de spaarders wordt de mogelijkheid gegeven om met weinig geld deel te nemen aan een goed gespreide en solide onroerend goed belegging. In ruil voor hun inleg ontvangen ze dan een bewijs van deelname, een certificaat. In Nederland zijn de vastgoedfondsen niet alleen nagetekend naar het voorbeeld van de roerende-waarden fondsen maar komt de certificering van onroerend goed als jongste evolutie in een lange certificeringstraditie. Een certificaat is hier niet zomaar de benaming voor een beleggingsfractie maar betekent vanuit die traditie : fractionneren en beter verhandelbaar maken, mobiliseren, van de waarde waarop het betrekking heeft. Op dit begrip wordt in paragraaf één nader ingegaan.

De benadering als gemeenschappelijk beleggingsfonds bracht in Duitsland en Zwitserland mee dat men voor de juridische formulering van de achterliggende verhoudingen allereerst greep naar rechtsconstructies die ook een gemeenschappelijk bezitten, desgevallend een samenwerken, uitdrukten, zo o.m. de mede-eigendom. De certificeringsverhouding in Nederland was daarentegen in het begin een meer individuele relatie tussen certificaathouder en emittent en dit bleef ook zo toen men voor de beleggingsfondsen de gebruikelijke rechtsconstructie van certificering ging aanwenden. Op de mede-eigendomsfiguur werd slechts een beroep gedaan om, bij het verdedigen van de stelling als zou de certificaathouder eigenaar zijn van de gecertificeerde waarden, het feit te verklaren dat de houder nooit een eigendomsrecht op één welbepaald stuk zal kunnen doen gelden. De vraag wie van beide, certificaathouder of emittent, eigenaar is van wat gecertificeerd wordt, is in Nederland na vele jaren discussie nog niet eenstemmig beantwoord. Bij de hoogleraren "debaters" is er een ruime consensus ten voordele van de laatstgenoemde oplossing terwijl door praktijk-

juristen nog af en toe de andere stelling wordt verdedigd. In paragraaf twee wordt de discussie omtrent deze vraag, voor zover ze betrekking heeft op effectencertificering, weergegeven. Voor de beschrijving van de Nederlandse vastgoedfondsen is deze discussie niet onontbeerlijk. Ze is wel nuttig omdat sommige argumentaties ons leren hoe aan het Zwitserse probleem van het obligatorisch afzonderingsrecht (1) ten voordele van de certificaathouders, naar Nederlands recht een oplossing kon gegeven worden. Tevens komen, omwille van de omvang der discussie, een aantal - in andere landen niet bemerkte - problemen te berde.

86. 2. Alhoewel het aanwenden van de certificeringstechniek het voordeel biedt dat de beleggers daardoor weten dat het om een fractionneren en mobiliseren van vermogensbestanddelen gaat, is er ook een nadeel aan verbonden. Certificering is van oudsher, als economisch opzet, een vrij passieve zaak : een zogenaamd administratiekantoor 'houdt' de vermogensbestanddelen en geeft hierover certificaten uit. Zijn taak zal zich beperken tot een conserverend beheren. De bestaande administratiekantoren zijn doorgaans niet gequalificeerd voor een actieve beleggingsprospectie en een voortdurend vervangen van de 'gestalde' effecten of onroerende goederen. Voor deze activiteit moet een specialist, een deskundig beheerder, als partner genomen worden, wat de verhoudingen erg complex maakt. Om deze reden was de 'Vereeniging voor den Effectenhandel' (2) bij het opkomen van 'echte beleggingsfondsen', fondsen met 'vrij' beheer (managed trusts), van oordeel dat voor dit soort beleggingen de vennootschapsconstructie, i.c. *in de* de n.v., geïnstitutionaliseerde beheersvorm, de aangewezen juridische formule zou zijn en weigerden de certificaten ('participatiebewijzen' genoemd) van dergelijke ^{andere} beleggingsinstellingen officieel ter beurse te noteren.

(1) Zie nr. 61

(2) Over de taak van deze, zie S. BROUWER, Beurs en Effectenhandel, Amsterdam, 1969, Hfdst. I.

Het voordeel van de rechtspersoonsconstructie zou zijn dat administratietaak, het in 'eigendom' houden van de vermogenswaarden, en beheerderstaak zouden samenvallen. De vennootschap als juridische persoon, zou eigenaar zijn van het vermogen en haar orgaan, het college van bestuur, zou de beheerstaak waarnemen. De beleggers zouden economische eigenaren zijn van het vermogen der vennootschap. Dit alles zou meteen klare verhoudingen scheppen, in tegenstelling tot het ondoorzichtige web van contractuele verhoudingen dat bij de certificeringstechniek, op het juridische niveau, de beheerder, bewaarder (administratiekantoor) en de beleggers verbindt. Verder zou met gemak kunnen tegemoet gekomen worden aan het bezwaar dat de beleggers, als aandeelhouders, te veel zeggingsmacht zouden krijgen : op het stuk van machtsbeperkingen der aandeelhouders in naamloze vennootschappen kan men in Nederland vrij ver gaan. Tenslotte biedt ook de inkoop van eigen aandelen door de vennootschap, nodig voor 'open-end' beleggingsfondsen, naar Nederlands recht geen moeilijkheden. De enige reden om beleggingsfondsen van het contractuele type i.p.v. beleggingsmaatschappijen in onroerend goed op te richten is, zo werd beweerd (1), het fiscale voordeel dat de eerstgenoemde constructie biedt. Eenmaal voor de contractuele oplossing gekozen, ging men - vennootschapsmatig denkend - deze dan ook voorzien van n.v. - toebehoren, zo werd o.m. een 'vergadering der participanten' ingesteld. Belangrijk voor een evolutie naar de n.v. -constructie toe zijn twee recente gebeurtenissen : het arrest van de Hoge Raad van 10 januari 1968 en de Wet Vennootschapsbelasting 1969. De derde kamer van de Hoge Raad besliste dat tussen participanten aan een beleggingsfonds een maatschap op aandelen bestond. Door de Wet Vennootschapsbelasting 1969 worden 'fondsen voor gemene rekening' gelijkgesteld met naamloze vennootschappen, dit wanneer de deelbewijzen van die fondsen verhandelbaar zijn, en ge-

(1) J.M. POLAK, certificering van onroerend goed, WPNR, nr. 4825, 383-385

nieten ze - indien ze hiervoor in aanmerking komen, dan van dezelfde fiscale voordelen als beleggingsmaatschappijen. Fiscaal zijn beide formules fondsen en beleggingsmaatschappijen, in de toekomst gelijkgesteld zodat het belastings-argument in de toekomst niet meer medebepalend zal zijn bij de keuze van een juridische formule voor het collectief beleggen.

§ 1. Over certificeren

87. Het bestaan en de inhoud van een schuldvordering kunnen op verschillende manieren bewezen worden. Voor overeenkomsten waarvan de geldwaarden een bepaald bedrag te boven gaat is meestal een geschreven bewijs vereist (bijv. artikel 1341 Belgisch BW). Op zichzelf is dit geschreven bewijs slechts een hulpmiddel om waar te maken dat men gerechtigd is en tot wat men gerechtigd is. Is de vordering inmiddels groter of kleiner geworden (bijv. kleiner ten gevolge van de door de schuldenaar ingeroepen excepties) dan ze was ten tijde van het opmaken van het geschrift dat kan dit met andere middelen aangetoond worden. Voor schuldvorderingen die van aard zijn of waarvan partijen gewild hebben dat ze niet tot op het ogenblik der betaling in de handen van de oorspronkelijke gerechtigde zullen blijven maar door deze aan anderen zullen overgedragen worden, is de splitsing van het recht zelf en het bewijs van dit recht nadelig. Het recht kan meer of minder bedragen dan uit het bewijsstuk blijkt en de cessionaris moet er maar op vertrouwen dat zijn cedant hem van de wijzigingen voldoende op de hoogte heeft gebracht. Verder gebeurt de overdracht van het recht en die van het bewijsstuk niet op dezelfde manier en dus niet noodzakelijkerwijze op hetzelfde ogenblik, wat dan natuurlijk het vlotte verloop van de cessie kan verstoren. Tenslotte moet de overdracht van de vordering betekend worden (bijv. art. 1690 Belgisch BW) aan de schuldenaar om aan deze laatste en aan andere derden tegenstelbaar te zijn.
88. Om deze bezwaren uit de weg te ruimen kan men de schuldvordering 'verbrieven' in een order- of toonderpapier. De inhoud van de aanspraak wordt dan uitsluitend bepaald door de geschreven tekst op het papier (1).

(1) Aangeduid als 'le caractère littéral du droit', zie VAN RIJN en HEENEN, Principes, II, nr. 1313.

De vordering wordt slechts samen met, want door, de titel overgedragen (ze 'kleeft' aan het papier : het 'Recht aus dem Papier' volgt het 'Recht am Papier') zodat wie het stuk in zijn bezit heeft ook als gerechtigde tot de erin beschreven vordering zal beschouwd worden (1) en verder maakt het endossement of de gewone overhandiging van de titel de overdracht tegenstelbaar aan iedereen (2) Met toestemming van de schuldenaar kunnen dergelijke titels gecreëerd worden (3). Een voorbeeld hiervan - in België - is het opstellen aan order of aan toonder van vorderingen uit hypothecaire leningen (4)

Wanneer de schuldenaar niet akkoord gaat, wanneer de wet verbiedt bepaalde rechten in order- of toonderpapier te verbrieven of wanneer het rechtstreeks creëren van zulke titels grote praktische moeilijkheden zou meebrengen dan kan men daartoe niet overgaan.

-
- (1) En omgekeerd : zodat wie beweert gerechtigde te zijn tot de aanspraak dit op afdoende wijze of uitsluitend kan waarmaken door overlegging van de titel (behoudens de regeling betreffende vernieuwing van effecten).
 - (2) Voor een overzicht van de juridische en economische motieven om 'waardepapieren' te creëren, zie : A. HUECK, Das Recht der Wertpapiere, Frankfurt a. Main, 1967, p. 6-9 en R. REHFELDT, Wertpapierrecht, Bew. in 9^o ed. door W. ZOELLNER, München, 1970, p.2-5.
 - (3) Zie over het verbrieven van een burgerlijke vordering : De PAGE, IV, nr. 414-415 en de verwijzingen aldaar.
 - (4) Hierover : R.P.D.B., VI, v^o Hypothèques, nr. 1238-1249 ; De PAGE, VII, nr. 716 en 747 ; L. RAUCENT, Des créances hypothécaires à ordre ou au porteur, Rev.Prat. Not., 1966, 137-150 ; La mobilisation des créances hypothécaires, Etude juridique n^o 33, Les Assurances du Crédit (Jambes-lez-Namur) ; G. NOWE, De Hypotheek-brief, Real Estate Review, 12 mei 1967, p. 1-2 ; Dictionnaire de Droit, I, v^o Hypothèque, nr. 7 p. 921.

Een voorlopige oplossing kan dan zijn dat de schuldeiser de bewijsstukken van zijn vordering in bewaring geeft aan een derde en dat daartegenover een depotbewijs wordt afgeleverd, een certificaat waarin verzekerd wordt dat de vordering bestaat, omschreven wordt welke haar inhoud en omvang is en waarin de deponhouder belooft dat hij de bewijsstukken zal afgeven aan de geëndosseerde of de houder van het aan order- of aan toonder gestelde certificaat. Voor sommige situaties schenkt deze oplossing voldoening.

Wanneer iemand bijv. een hypothecaire lening heeft aangegaan en beloofd heeft te betalen aan order van zijn schuldeiser dan kan men, zoals boven reeds geschetst, een 'grosse aan order' opmaken. Gewoonlijk gaat het hierbij echter om grote bedragen en het verlies van zodanige grosse zal niet zomaar aanleiding kunnen geven tot het creëren van een nieuwe titel. Het kan dan een extraveilige maatregel zijn om de grosse bij een notaris te deponeren waartegen deze laatste een depotbewijs aflevert en belooft de geëndosseerde van het depotbewijs ook als geëndosseerde op de grosse in te schrijven en hem deze laatste desgevallend, tegen vernietiging van het depotbewijs, te overhandigen (1). Verliest de gerechtigde zijn depotbewijs maar kan hij zijn recht met andere middelen alsnog waarmaken dan kan men gemakkelijker een nieuw bewijs opmaken dan bij het verlies van de oorspronkelijke grosse.

Zo'n depotcertificaat is een plaatsvervangend bewijsmiddel (2).

(1) G. NOWE art. cit.

(2) Plaatsvervangende bewijsstukken zijn in diverse wetten bekend. Een paar voorbeelden : het certificaat van eigendom, voorzien van in de Franse grootboekwetgeving van 28 Floréal, jaar VII, een certificaat waarin bevoegde ambtenaren of magistraten, op grond van inzage in oorspronkelijke stukken, het gerechtigd zijn van een nieuwe eigenaar verzekerden. Dit stuk kon dan door andere ambtenaren als bewijs worden aangenomen. Zie hierover R.P.D.B., v° Certificat de Propriété, nr. 1-4. Andere voorbeelden zijn het 'certificat d'identité' en het 'certificat de collationnement', voorzien in de Franse hervorming der 'Publicité foncière, Décret n°55-1350 van 14 oct. 1955 in uitvoering van het Décret n° 55-22 van 4 jan. 1955, D., Lég., 1955 p. 441. Certificaten als plaatsvervangende bewijsmiddelen komen voor naast of ter vervanging van het echte bewijsmiddel.

89. Twee vooronderstellingen lagen evenwel aan deze hypothese ten gronde. Vooreerst heeft de schuldenaar beloofd te zullen betalen aan order van zijn schuldeiser en ten tweede heeft de schuldeiser die zijn vorderingsrecht overdraagt nadien praktisch geen mogelijkheid meer om zijn recht toch nog uit te oefenen vermits hij niet meer kan beschikken over het - in het voorbeeld van de hypothecaire grosse - vereiste gequalificeerde bewijsmiddel. Wanneer de eerste schuldeiser daarentegen zijn recht op andere manieren dan met de gedeponeerde bewijsmiddelen kan doen gelden dan moet men aan de bovengenoemde techniek nog toevoegen de verplichting van die eerste schuldeiser om de overdracht ten gunste van wie in het laatste endossement genoemd wordt te betekenen aan de schuldenaar. Gebeurt dit niet en heeft de schuldenaar niet beloofd te betalen aan order van zijn crediteur dan kan hij ten voordele van deze laatste een geldige betaling verrichten.

Wanneer de schuldenaar op bepaalde tijdstippen de identiteit van de gerechtigde tot de vordering moet kennen, bijv. om tussentijdse betalingen te doen, dan voldoet de genoemde techniek helemaal niet meer. Immers, de eerste schuldeiser, de enige die door de schuldplichtige gekend is, is zelf niet meer gerechtigd om de betaling te ontvangen en de ware gerechtigde, de geëndosseerde of de houder van het depotcertificaat, is niet gekend tot op het ogenblik dat hijzelf het nuttig vindt zich bekend te maken.

90. Een oplossing hiervoor is het inschakelen van een vertrouwensman die ten aanzien van de debiteur als aanspraaksgerechtigde optreedt, zorgt voor de goede afwikkeling van de vordering maar die zijn 'eigen' recht op de vordering aan anderen 'overdraagt' in een toonder- of orderpapier. De schuldenaar kent hem alleen en zal aan hem betalen. De vertrouwensman zal evenwel alles wat hij als opbrengst van zijn recht ontvangt doorgeven aan de houder of de geëndosseerde van het door hem

opgestelde stuk. Desgevallend zal hij, bij op voorhand afgesproken contactmiddel, de eigenaar van het certificaat oproepen om van deze laatste aanwijzingen te krijgen i.v.m. de wijze van uitoefening van bepaalde bevoegdheden, die aan de aanspraak verbonden zijn.

Deze techniek noemen we certificeren : verzekeren dat men mag optreden als begunstigde van een recht en dat men dit recht, al naargelang de omstandigheden, zal houden ten titel van bewaarneming, van beheer of eigendom tot beheer, steeds in het belang en voor rekening van een ander.

Ten bewijze van het recht van die ander geeft men hem een certificaat dat omschrijft welke de voorwaarden zijn waaronder het recht gehouden wordt en dat verder altijd verwijst naar de inhoud en de omvang van het door de vertrouwensman te houden recht. (1)

In de hypothese dat de debiteur enkel de aan hem bekende schuldeiser als gerechtigde erkent zal de vertrouwensman naar buiten uit steeds als 'eigenaar' van de vordering optreden. Over zijn juridische verhouding met de certificaathouder kan men zeggen dat ze minstens een middellijke vertegenwoordiging inhoudt.

Zoals bleek uit de omschrijving is de certificeringstechniek vrij flexibel. De preciese inhoud van de rechten en plichten der betrokken partijen zal aan de economische bedoeling, waarvoor de techniek wordt toegepast, aangepast worden. Daarom geven we nu een overzicht van de toepassingsmogelijkheden van het certificeren.

91. In het effectenwezen komt het certificaat voor als een plaatsvervangend effect. Het neemt de plaats in van andere effecten, aandelen of obligaties, en wel om twee redenen.

(1) Zie voor België : artikel 41, al. 2 Vennootschappenwet (WvK)

91. 1. Vooreerst worden certificaten gecreëerd als beter verhandelbare stukken tegenover de oorspronkelijke effecten. Over aandelen op naam kunnen aldus certificaten aan toonder gemaakt worden: van naampapier wordt toonderpapier gemaakt. Verder kunnen, vooral van buitenlandse, effecten, waarvan de nominale waarde (of de emissiewaarde) te hoog of te laag ligt om aantrekkelijk te zijn op de lokale markt, certificaten gecreëerd worden met een kleinere of grotere, kortom : een meer aangepaste, coupure dan de oorspronkelijke effecten (1).

Dit certificeren om de verhandelbaarheid te bevorderen lag reeds voor bij de 'grootboekcertificaten' die rond 1800 door Nederlandse administratiekantoren werden uitgegeven (2). Wie een schuldvordering had op de staat kon deze alleen maar bewijzen door een inschrijving op zijn naam te nemen in het 'Grootboek der nationale schuld'. Daardoor werden deze schuldvorderingen evenwel moeilijk verhandelbaar en dit paste minder voor de Nederlanders (3).

(1) Zie voor België : artikel 41, al. 2 Vennootschappenwet (WvK)

(2) Over de Grootboekwetgeving : zie het gelijknamige werk van B.J. DE LEEUW, Arnhem, 1914. De eerste Grootboekwetgeving dateert van 27 januari 1809, Kon. Courant, 15 febr. 1809, nr. 32, aldus gecit. bij F.J.M. HOUBEN, Het certificaat, Roermond, 1942, p. 13, alwaar ook de verdere wijzigingen van de wetgeving. Zie ook S. BROUWER, op. cit., p. 203-208. In België werd de in 1814 gewijzigde wetgeving van kracht in de Nederlandse tijd : Pasinomie, 1814-1830, vis Dette Nationale - certificats d'inscription - certificats de participation - Grand Livre de la dette nationale - emprunts.

(3) Aldus de toenmalige staatsraad Voûte, gecit. bij de DE LEEUW en overgenomen door HOUBEN. Een recent voorbeeld van het certificeren van een schuldvordering op de staat, ten einde ze verhandelbaar, verpandbaar te maken vindt men in het "Wetsvoorstel tot uitvoering van certificaten aan toonder ten behoeve van personen die aanspraak kunnen maken op de teruggaven, bedoeld in artikel 99 van de wet van 3 juli 1969 tot invoering van het Wetboek van de belasting over de toegevoegde waarde, en tot regeling van de voorwaarden v. d. inpandgeving van deze certificaten en de tegeldekking voor dit pand". Kamer van Volksvertegenwoordigers, 10 juni 1971 (Doc. Kamer, 1970-71, 1005, nr 1). Een wetsvoorstel van de heer Mundeleer.

Om hieraan te verhelpen werd toegelaten dat de zgn. administratiekantoren op eigen naam tot een hoog bedrag in het Grootboek zouden inschrijven, waartegenover ze dan certificaten zouden uitgeven aan toonder en voor slechts een gedeelte van het door hen ingeschreven bedrag (art. 19 en 20 der wet).

Men sprak van 'certificaten of acten van deelgeving, die door de administratiekantoren of anderen, ingevolge de met belanghebbenden aangegane contracten van negotiatie of van deelgeving, zijn uitgegeven of nog uitgegeven zullen worden' (1).

Wanneer een administratiekantoor wilde overgaan tot de uitgifte van certificaten dan moesten deze laatste gevisieerd worden door de directie van het Grootboek teneinde te voorkomen dat er certificaten zouden afgeleverd worden voor een groter bedrag dan dat waarop door het kantoor ingeschreven was.

Naast de inschrijving werd dan aangeduid ten belope van welk bedrag er reeds deelbewijzen waren gecreëerd.

Verder waren de inschrijvingen ten name van het administratiekantoor bij notariële acte verbonden tot zekerheid van de certificaathouders. Tenslotte konden deze laatste, wanneer ze dat nodig mochten vinden, hun certificaten inwisselen tegen inschrijvingen op hun naam in het Grootboek (royement).

De wet van 1809 bevestigde enkel de reeds bestaande praktijk van de administratiekantoren en bezorgde daarnaast de medewerking van de grootboekdirectie tot zekerheid van de certificaathouders.

Reeds vroeger werden deelbewijzen gecreëerd over o.m. buitenlandse schuldvorderingen. Als eerste wordt vermeld de emmissie vanwege Pieter Stadnitski in 1786 op 'Liquidated Debt' -schuldbewijzen, uitgegeven door het Amerikaanse Congres. In 1802 en 1804 worden te Amsterdam 'comptoirs voor administratie' opgericht, respectievelijk voor 5 % Franse 'Geconsolideerde Inscriptiën' en Franse Bank-aandelen (2).

(1) W.C.L. VAN DER GRINTEN, Handboek van de naamloze vennootschap naar Nederlands recht, Zwolle, 1962, nr. 197 (editie 1968, nr. 197, p. 287)

(2) F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 17 met verwijzingen.

In 1809 (1) worden ook certificaten genoemd tussen de stukken die niet zonder Koninklijk consent mochten verhandeld worden wanneer ze betrekking hadden op geldnegotiatie ten behoeve van buitenlanders. Bij besluit van Willem I, 9 januari 1816, bevestigd door een wet van 21 augustus 1816, behoeften de administratiekantoren die certificaten uitgaven over buitenlandse aandelen en obligaties een Koninklijke goedkeuring om hun werkzaamheden te verrichten (2).

Vanaf de tweede helft van de vorige eeuw nam het certificeren in Nederland een hoge vlucht, en wel in verband met Amerikaanse aandelen. De Verenigde Staten hadden een geweldige geldhonger voor hun grote projecten - zo o.m. de aanleg van spoorwegen - en het in dit land geplaatste investeringskapitaal bracht goed op. In 1864 werden voor het eerst in Amsterdam certificaten geëmitteerd over aandelen van de 'Illinois Central' spoorwegmaatschappij (3). Ook nu nog hebben certificaten van Amerikaanse aandelen hun betekenis. Dergelijke aandelen luiden op naam : enkel wie in het aandelenregister is ingeschreven geldt als aandeelhouder. Wanneer de dividenden betaalbaar worden gesteld dan wordt het register afgesloten zodat er geen overdracht van aandelen meer kan plaatsvinden. Aan de op dat ogenblik ingeschrevenen wordt dan een dividendenchèque toegezonden.

-
- (1) Vorstelijk Besluit (Lodewijk Napoleon), 27 jan. 1809, ter uitbreiding van het decreet van 13 mei 1808. Reeds in 1802, Publicatie van 1 juni 1802, werd het consent van de regering van de toenmalige Bataafse Republiek vereis van dergelijke negotiaties.
 - (2) F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 19. De wet van 21 aug. 1816, 'Loi portant défense d'ouvrir des emprunts ou négociations de fonds pour une puissance étrangère... sans avoir préalablement obtenu l'autorisation du Roi' (J.O. VII, 38) vangt aan als volgt : 'Ayant pris en considération le préjudice porté au commerce ainsi qu'aux fonds publics de notre royaume, en donnant publiquement occasion de placer dans les fonds étrangers les capitaux, qui, autrement seraient employés à l'encouragement et à l'extension de ces ... sources de la prospérité publique, ou à l'acquisition d'effets nationaux ; ...' (Bulletin usuel des lois et arrêtés, A. DELEBECQUE, II, p. 101). Interessant is het hiermee te vergelijken de Memorie van toelichting bij de Belgische Wet op het solliciteren van het openbaar spaarwezen van 10 juli 1969, Doc. Kamer, nr. 434-1, p. 3 : 'De regering wil vermijden dat de financiering van onze economie rechtstreeks in het gedrang zou komen door de uitvoer van kapitalen'. Bovengenoemde Nederlandse Wet werd afgeschaft door de wet van 24 dec. 1856, Staatsblad, nr. 130.
 - (3) F.J.M. MOUBEN, op. cit. p. 19

Zowel het op naam staan der aandelen als het toezenden van de dividendenchèque verhinderen een vlotte verhandelbaarheid. Daarom was men er soms toe overgegaan om het aandeel op naam, het 'share-certificate' in blanco te endosseren. De eigenaar zette zijn naam op de rugzijde van het aandeel en dit werd dan vervolgens als een toonderpapier verhandeld. Op het ogenblik van het declareren van dividend wendde de houder zich tot de ingeschreven eigenaar om van hem de opbrengst te ontvangen (1). Dergelijke werkwijze veronderstelde een groot vertrouwen tussen partijen. Meer zekerheid heeft de geïnteresseerde voor zulke aandelen wanneer de techniek van het certificeren wordt gebruikt. Bovendien worden door de administratiekantoren meer aan de plaatselijke beurs aangepaste coupures aangemaakt. De gebruikelijke coupure op de Amsterdamse beurs bedraagt 1000 Gulden. Certificaten van Amerikaanse aandelen vertegenwoordigen daarom meerdere aandelen, gewoonlijk tien (2).

- 91.2. Tot hiertoe hebben we voorbeelden geschets van de mogelijkheid om bij middel van de certificeringstechniek effecten meer verhandelbaar te maken.

Een tweede reden waarom certificering in de effectenwereld voorkomt is om, vooral bij aandelen, macht en pecuniair belang van mekaar te scheiden.

Het emitteren door het administratiekantoor van aandelen kan zo geschieden dat het kantoor zich het recht voorbehoudt om de vennootschappelijke bevoegdheden, die aan het aandelenbezit verbonden zijn, stemrecht en controlerecht, zelf en zonder aanwijzingen van de certificaaathouders uit te oefenen.

De emittent van de certificaten geeft dan niet het volle belang bij het aandeel door aan de certificaaathouders maar slechts het pecuniair belang.

(1) S. BROUWER, op. cit., p. 209-210

(2) S. BROUWER, loc. cit. ; Zie over dit motief om te certificeren :

T. STUBBE, certificering van onroerend goed, NV, 41 (1963), 88-93, p.90 ;
F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 17-21 ; W.C.L. VAN DER GRINTEN, Handboek, 1968, p.288 ; Voor België : VAN RIJN en HEENEN, II, p. 314 nr. 1335 ; Jaarverslag Bankcommissie, 1953-1954, p. 64.

Laatstgenoemde beschikt tegenover de administrateur over een vordering tot afgifte van de geldwaarde van het dividend, van de waarde van het liquidatiesaldo (bij de verkoop van het aandeel) en - wanneer royement mogelijk is - beschikt hij tevens over een onvoorwaardelijke of voorwaardelijke vordering tot afgifte van het aandeel zelf. Soms is er geen royement mogelijk. Dan nog kan er de mogelijkheid opengelaten worden om tegen inlevering van het certificaat de waarde ervan in geld, het fictieve liquidatiesaldo op dat ogenblik, te ontvangen (oneigenlijk royement) of de certificaten kunnen ter beurse geïntroduceerd en aldaar verhandeld worden.

Het initiatief tot deze certificering wordt praktisch altijd genomen door het bestuur van de vennootschap wier aandelen gecertificeerd zullen worden.

Dit bestuur wendt zich dan tot een bestaand administratiekantoor, of richt er zelf een op, waarbij de aandelen gedeponeerd zullen worden (1), en dat de stem- en controlebevoegdheden zal uitoefenen. Het administratiekantoor gaat vervolgens over tot een emissie van certificaten over de gehouden aandelen. Het stemrecht zal 'vrij' uitgeoefend worden, meestal in het belang der onderneming.

Door het feit dat de kapitaalverschaffers geen stemrecht hebben zal het uitgesloten zijn dat meerderheidsgroepen hun dividendhonger zullen stillen ten koste van de zelf-financiering der onderneming, zal het eveneens uitgesloten zijn dat buitenlanders of niet tot de 'familie' behorenden, vat zouden krijgen op het bestuur, dit desgevallend zouden ontslaan en zelf het roer in handen zouden nemen.

Aldus betekent certificeren een hulpmiddel tot vrijwaren van het nationaal of familiaal karakter van een bedrijf,

(1) Naargelang de statuten kan het bestuur zelf optreden of heeft het de toestemming nodig van de algemene vergadering der aandeelhouders.

een middel ook om de continuïteit van het aan de macht zijnde bestuur te handhaven. (1).

De laatste jaren hebben Nederlandse certificaten, vooral die in deze optiek werden aangemaakt, het voorwerp van studie uitgemaakt in de commissies HELLEMA en VERDAM. De commissie HELLEMA, die zich bezig hield met de studie van beperkingen op aandeelhoudersrechten, heeft in het bijzonder aandacht besteed aan niet-royeerbare certificaten (nrc's). De aanbevelingen hieromtrent in haar rapport aan de Vereniging voor den Effectenhandel (1956) werden grotendeels in de voorschriften van de Vereniging opgenomen. Het gaat hierbij vooral om het waarborgen van de onafhankelijkheid van de administratiekantoren, het vermijden dat aandeelhouders verplicht zouden worden hun aandelen in niet-royeerbare certificaten om te zetten en het vereisen van de aanwezigheid ener voldoende, door de Vereniging aanvaardbare, reden om zodanige certificaten te creëren. (2). In de commissie VERDAM (1965) kwamen de certificaten vooral ter sprake waar gehandeld werd over het informatierecht van de aandeelhouders. Ook de certificaathouders zouden moeten opgeroepen worden ter algemene vergadering en desgevallend een vergadering kunnen doen samenroepen, aldus de commissie, (3) en ze zouden ook het recht moeten hebben om inlichtingen te eisen.

- (1) Zie hierover : F.J.M. HOUBEN, op.cit., p.33-35 ; T. STUBBE, art.cit., p. 89 ; VAN DER GRINTEN, Handboek nr. 197, p.288; W. VAN GERVEN, Juridische technieken tot vrijwaring van het familiaal karakter van de onderneming, in : Juridische aspecten van het familiebedrijf, Antwerpen, 1969, p.165 e. v.; W.C.L. VAN DER GRINTEN en N.E. ROST ONNES, Naar aanleiding van een emissie (emissie Bleydenstein van nrc's), NV, 32(1954-55), resp. p.9-10 en 76-77 ; G.(VAN DER GRINTEN) Bedenkkelijk ! (over verwisseling van aandelen in nrc's), NV, 33 (1955-56), p.25-27. Om de continuïteit in het bestuur te handhaven verleent de nieuwe Wet structuurwijziging een nieuw middel : de cooptatie van de commissarissen door de Raad voor Commissarissen. Over de rol die certificering nog kan spelen in de nieuwe wetgeving die de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders in de N.V. beperkt, zie T.V.V.S., 1971, p.205 (Antwoord van Mr. T.DRION op een vraag gesteld ter Vennootschapsdag T.V.V.S.) waaruit mag blijken dat certificering (niet-royeerbare) de N.V. tegen overname kan beschermen, wanneer deze overname geschiedt d.m.v. aandelenparticipatie.
- (2) Zie het rapport van de Commissie ter bestudering van het vraagstuk van de beperking van de mede-zeggenschap van aandeelhouders in de NV, aan het bestuur van de Vereniging voor den Effectenhandel, 26 maart 1956 : op p. 18-21 : 'aanbevelingen'; W.C. TREURNIET, Het rapport van de commissie HELLEMA, NV, 34 (1956-57), p.93-95 en het antwoord daarop van M.G. DE BAAT, Stemrecht bij on-royeerbare certificaten, met een Onderschrift van W.C. TREURNIET, NV, 34, p. 105-106. Zie ook S. BROUWER, op.cit., p. 180.
- (3) P. SANDERS, De positie van de certificaathouder, NV, 43 (1965-66), p. 23-27.

Het stemrecht dat aan de gecertificeerde aandelen toekomt zou evenwel door de administratiekantoren blijven uitgeoefend worden.

De besluiten van deze commissie resulteerden in wetsontwerpen (1).

Tenslotte zijn de certificaten welke in de beurscourant worden opgenomen onderworpen aan de voorschriften van de Vereniging voor den Effectenhandel (2).

Buiten de reeds vermelde bepalingen, die uit het rapport HELLEMA werden overgenomen vindt men in de voorschriften nog volgende twee belangrijke geachte beschermingsmaatregelen ten voordele van de certificaathouders. Vooreerst is aan het administratiekantoor elke risicodragende activiteit ontzegd en ten tweeds moeten de certificaten gecontrasigneerd worden door een 'derde' (een notaris), die constateert dat de gecertificeerde waarden aanwezig zijn (3) (vergelijkbaar met het visum van de Grootboekdirectie, zie boven).

Vermelden we nog dat het splitsen van zeggingsmacht en pecuniair belang bij het aandelenbezit slechts één van de mogelijke technieken is om ongewilde invloeden uit het vennootschappelijk bestuur te weren. De hiervoor aangewende middelen - statutaire of niet-statutaire - kunnen zeer verschillen naargelang het tijdstip waarop ze bedacht worden en naar gelang het beoogde doel (4).

-
- (1) Zie m. b. t. het 'enquêterecht' : L.J.H. LANKHOF-VERBOOM, Herziening van het enquêterecht, in : De nieuwe wetsontwerpen vennootschapsrecht, Deventer 1968, 65-85, in 't bijzonder de principiële bepaling van het voorgestelde artikel 55WvK, lid 2, a, p. 75 ; W.J. SLAGTER, Stand van zaken m. b. t. de wetsontwerpen op het enquêterecht en de jaarrekeningen van ondernemingen, TVVS, 1969, p. 76 e. v.
 - (2) Voor het tegenwoordige 'Fondsenreglement', zie de tekst bij S. BROUWER, op. cit., p. 342-380.
 - (3) S. BROUWER, op. cit., p. 215 ; art. 18, b en c van het fondsenreglement, loc. cit.
 - (4) S. BROUWER, op. cit., p. 173-176 ; G. SUETENS-BOURGEOIS, De verhouding meerderheid-minderheid in de naamloze vennootschap, een rechtsvergelijkende studie, Brussel, 1969 ; W. VAN GERVEN, art. cit. ; R. WITTERWULGHE, Les Offres Publiques d'Achat, Leuven, 1968 ; W.C.L. VAN DER GRINTEN, Plaatsing van aandelen als strijdmiddel, NV, 46 (1968), p. 121-125 ; T.J. DORHOUT - MEES, Kort Begrip, Haarlem, 1964, nr. 546, p. 234.

92. In het beleggingswezen komt het certificaat voor als een bewijs van deelgerechtigheid tot een collectieve belegging. Van het certificeren van fracties ener grootboekinschrijving en het in een certificaat verbrieven van meerdere - gelijksoortige - aandelen overgaan tot het creëren van stukken die recht geven op de opbrengst van een bepaald deel van een totaal effectendepot, biedt geen moeilijkheden. In Nederland kent men twee vormen van effectenbeleggings-certificaten : depotfractiebewijzen en participatiebewijzen (1).
- 92.1. Depotfractiebewijzen verzekeren iemands gerechtigd zijn tot een bepaald deel van een eenheid (unit) in een gemeenschappelijk effectendepot.

Zodanig depot bestaat uit onderling gelijke eenheden, units, waarvan de samenstelling en de omvang vast bepaald en principieel onveranderlijk zijn.

Eenheden kunnen bestaan uit gelijksoortige effecten of - wat bij bij beleggingsoperaties meestal het geval zal zijn - uit effecten van verschillende aard en van diverse takken der nijverheid. Krijgt het depot meer belangstelling dan zal de aangroei ervan steeds per vaste en gesloten eenheid geschieden ; andersom zal de liquidatie eveneens per eenheid gebeuren. Het recht van de certificaathouder op een deel van de eenheid wordt steeds uitgedrukt in een vast en onveranderlijk breukdeel. Royement is soms mogelijk, maar dan per eenheid of per op voorhand vastgestelde fractie daarvan. Van het certificeren van Amerikaanse aandelen bijv. is deze techniek niet zover verwijderd. Men kan het voorstellen als volgt : i. p. v. tien dezelfde aandelen vertegenwoordigt een fractie tien verschillende aandelen.

(1) Dat ze niet 'certificaat' worden genoemd komt voort uit het feit dat deze term door de voorschriften van de Vereniging voorbehouden is voor welbepaalde waardepapieren (een formele bepaling), Zie F. J. M. HOUBEN, op. cit., p. 11 en 12.

- 92.2. Bij middel van participatiebewijzen daarentegen neemt men niet deel aan een vast bepaalde depoteenheid maar aan een totaal depot, een fonds, waarvan de samenstelling ook vrij kan bepaald worden dooe de beheerder, al naargelang de economische situatie (1).

Depotbewijzen en participatiebewijzen onderscheiden zich door de beheersvorm van het depot. Bij de eerste soort heeft de beheerder nooit het recht (behalve de 'escape-clauses') om het depot te wijzigen, bij de andere soort kan het beheer ook 'vrij' geregeld worden. De beheerder kan dan volgens zijn oordeel over de marktsituatie de portefeuille wijzigen (2). Verder is er een onderscheid i. v. m. het open of gesloten karakter van het depot. Depotfractiebewijzen komen voort van volledig gesloten eenheden. Zoals op vorige bladzijde gesteld wordt het verbrieft recht uitgedrukt in een onveranderlijk breukdeel. Beleggingsinstellingen die participatiebewijzen emitteren kunnen zowel open als gesloten fondsen beheren. Tot open fondsen kunnen steeds participanten toetreden en eruit weggaan : het recht van ieder participant is veranderlijk naargelang het aantal uitstaande participatiebewijzen.

- 92.3. Naast de collectieve belegging in effectenbeleggingsdepots kent men in Nederland sinds geruime tijd effectenbeleggingsmaatschappijen in n.v.- vorm (3).

-
- (1) Over het onderscheid depotfractiebewijzen - participatiebewijzen, zie S. BROUWER, op. cit., p. 218-222 ; F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 21-24 en J.P. SENN, Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, Parijs, 1958, p. 35- 36.
- (2) Depotfractiebewijzen zijn vergelijkbaar met de certificaten van 'Unit fixed trusts', participatiebewijzen met certificaten van 'Managed trusts' Zie over de historische achtergrond van dit onderscheid : J.P. SENN, op. cit., p. 24-31 en p. 49(tabel).
- (3) Het is niet altijd mogelijk een onderscheid te maken tussen beleggingsmaatschappij en holding. Risicobeperking is, als kenmerk van belegging, ook veelal in grote holdings aanwezig. Een duidelijke criterium is het doel, beleggingsdoel of bedrijfsdoel, van de participatieverwerving. Zie in dit verband de voorstelling als zou de 'Société Générale des Pays-Bas pour favoriser l'Industrie Nationale' (later : S.G. de Belgique) het eerste voorbeeld van beleggingsmaatschappij zijn (T.J.GRAYSON, Investment Trusts - their origin, development and operation, New-York, 1921 en de kritiek hierop bij J.P. SENN, p. 27-28).

Zij kenden vooral sinds de eerste wereldoorlog een grote opbloei. Het zijn naamloze vennootschappen die de collectieve belegging tot doel hebben en waarin het beheer wordt gevoerd volgens de wettelijke regeling terzake, aangevuld door de statuten. Reeds in de inleiding is erop (nr. 86.2) gewezen dat in de dertigerjaren, toen men bepaalde negatieve Amerikaanse ervaringen had meegemaakt i. v. m. 'vrij' beheerde beleggingsfondsen en men als reactie naar een meer rigiede regeling overging, de Vereniging voor den Effectenhandel beleggingscertificaten slechts ter notering toeliet voor zover het om 'vast' beheerde depots ging. Bij deze depots, waarvan de depotsfractiebewijzen het deelbewijs waren, wist de belegger op voorhand waarin hij belegde, zou het onder trustverband staande vermogen niet kunnen gewijzigd worden, en het feit dat hem alle medebeslissingsrecht ontzegd was kon dan niet zwaar doorwegen (1). Indien de beheerder een meer 'managed' beleggingspolitiek wilde voeren, dan zou de n.v. - structuur met haar eigen, dwingende, minimumbepalingen inzake beheer en medebeslissingsrecht daarvoor, aldus de Vereniging, beter geëigend zijn. De belegger kon hierdoor niet zonder er zijn zeg over gehad te hebben het slachtoffer worden van een risicodragende beleggingspolitiek vanwege de directie. (2)

Tegenwoordig zijn zowel depotfractiebewijzen als participatiebewijzen genoteerd ter beurse. Om de beleggers een zekere veiligheid te geven is er het 'fondsenreglement' ^{van de Vereniging voor den Effectenhandel}. Voor een beleggingsdepot wordt, krachtens dit reglement, een gesplitst beleidsorgaan voorgeschreven. Een 'bewaarder' houdt de effecten en mag hiernaast geen commerciële of andere risicovolle activiteit hebben zodat geen 'persoonlijke' schuldeisers op het door hem 'bewaarde' vermogen zouden executeren.

-
- (1) Zie in dit verband de toelichting bij de royementsverplichting in de Zwitserse Beleggingsfondswet (AFG).
- (2) Zie de 'Noteringskwestie' van participatiebewijzen 'Belegging Nederland' en 'Internationale Belegging', bij F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 23.

Een van deze bewaarder onafhankelijke beheerder bepaalt de beleggingspolitiek en geeft aan de bewaarder de nodige richtlijnen wanneer het vermogen moet gewijzigd worden of andere rechtshandelingen m. b. t. dit vermogen moeten gesteld worden. Tenslotte is er een 'derde', een notaris, die het 'gedekt zijn' van de certificaten, die geëmitteerd worden, zal waarborgen.

93. De jongste aanwending van de certificeringstechniek is om onroerend goed te fractionneren en te mobiliseren. Onroerend goed wordt, in kleine coupures, in vlot verhandelbare certificaten verbriefd. De emittent van deze certificaten treedt op als eigenaar van een of meerdere onroerende goederen en geeft aan de beleggers, in ruil voor een inleg, een certificaat waarin een aanspraak tegenover de emittent wordt verbriefd, een aanspraak op een aan de verbriefde fractie evenredig deel in de opbrengst van de immobiliën. Een beheerder zorgt voor de prospectie voor aankoop van de beleggingen, zorgt eveneens voor hun onderhoud en uitbating. Deze techniek kan gebruikt worden voor een echte belegging, waarbij het gaat om de kleine spaarders een goed gespreide en beheerde vastgoedbelegging te verzekeren. Men kan de techniek ook gebruiken als herfinanciering van door de directie of een verwante instelling verrichte operaties, die ook nog als belegging kunnen aanzien worden. Zo worden in België certificaten uitgegeven ter herfinanciering van door banken of kredietinstellingen verrichte immobiliere leasing-operaties. Ook in dit geval geniet de certificaathouder opbrengst van onroerende goederen.
- Ook bij de vastgoedfondsen kunnen de modaliteiten van de beleggingsorganisatie verschillen van grote publieke fondsen met vrij beheer tot emissies ten belope van een vast bedrag, m. b. t. op voorhand bepaalde operaties.
- Naast de certificeringstechniek voor vastgoedbelegging of leasing-herfinanciering kan ook de n.v.-constructie gebruikt worden.

Tenslotte moet nog aangemerkt worden dat, naast de twee genoemde voorbeelden, er tal van trustinstellingen of naamloze vennootschappen bestaan die min of meer de immobiliere belegging, investering of speculatie op het oog hebben en serieuze of al te spectaculaire opbrengsten beloven. Ze zijn soms gespecialiseerd in het bouwen en uitbaten van residenties, luxe-hotels, parkings, benzine-stations of vakantie-huisjes. Sommige instellingen met internationale allure beloven hun beleggers i. p. v. een rechtstreekse opbrengst een tijdelijke huurrecht op een 'appartement in Spanje' (1). Vele van deze beleggings-organisaties zijn besloten of behoren tot de 'off shore funds' of gebruiken al te agressieve verkoopmethodes. Zij worden niet rechtstreeks in deze studie betrokken.

(1) Voor een overzicht van allerlei beleggingsfondsen, o. m. de genoemde vakantiefondsen, zie E. BRUGGEMANN, Internationales Investmentsparen, München, 1968.

§ 2. De rechtspositie bij certificering.

94. De juridische vormgeving van de certificeringsrelatie zal resulteren uit een confrontatie tussen, enerzijds, de bij iedere aanwending van de certificeringstechniek voorliggende economische doeleinden met de daaruitvoortvloeiende imperatieven t. a. v. wederzijdse rechten en bevoegdheden en, anderzijds, de in de wet klaarliggende technieken of wettelijke types voor economische verhoudingen.
94. 1. Naargelang het economisch opzet kunnen de situaties waarin van de certificeringstechniek wordt gebruik gemaakt, rond bepaalde type-gevallen geordend worden. Concreet nemen we hierbij als maatstaf de omvang van de zeggingsmacht die door wie certificeert wordt opgeëist m. b. t. de gecertificeerde waarden teneinde het beoogde opzet te realiseren.

participatiebewijzen
(niet-royeerbare bewijzen van een
'managed trust') (92. 2)

niet-royeerbare bestuurscertificaten
(91. 2)

royeerbare depotfractiebewijzen
(92. 1)

royeerbare effectensubstitutie-certificaten
(over één of meerdere, gelijksoortige
effecten) (91. 1)

Bestaat het certificeringsoogmerk hierin meerdere effecten in één certificaat te verbrieven of van naam-effecten toondereffecten te maken dan is het de taak van het administratiekantoor de oorspronkelijke effecten te 'bewaren' en te waken over dividend-declarering of andere voordelen die de 'eigenaar' van het betrokken effect toekomen. De houder van een effectensubstitutie-certificaat voelt zich duidelijk 'eigenaar' van de oorspronkelijke effecten daar zijn substitutie-effect één of een precies aantal dezelfde effecten vertegenwoordigt, die hij bovendien ten allen tijde kan opeisen door van zijn omruilingsrecht gebruik te maken.

Ook bij depotfractiebewijzen beperkt de taak van de beheerder (administratiekantoor) zich nog in hoofdzaak tot een 'bewaren'. Daarbij komt echter dat hij ook het koersverloop van de in de fractie opgenomen effecten zal moeten volgen teneinde deze - desgevallend en krachtens een speciale clausule in de 'voorwaarden van beheer' - bijtijds te kunnen van de hand doen.

Het is -integenstelling tot de vorige soort certificaten - niet meer zo duidelijk dat de certificaathouder zijn depotbewijs verbindt met welbepaalde effecten. Wel zijn de aandelen en obligaties in de depoteenheid vast bepaald naar hun soort maar een depotfractiebewijs kan voorkomen als een ideëel breukdeel van de eenheid zonder dat deze eenheid, bijv. bestaande uit 50 aandelen A, 50 aandelen B enz...., ook in feite zo kan verdeeld worden dat het recht van elk certificaathouder precies op één volledig aandeel van elke soort draagt, bijv. slechts $1/100$ van de eenheid bedraagt. Omruiling van zijn certificaat kan de houder slechts bekomen indien zijn deel ook in natura kan uitgekeerd worden, in het genoemde voorbeeld, indien hij op $1/50$ van de eenheid aanspraak kan maken. Bij niet-royeerbare bestuurscertificaten is het de bedoeling dat het administratiekantoor de zeggingsmacht over het aandeel heeft en het stemrecht autonoom uitoefent. De certificaathouder is niet ten volle aandeelhouder: de aandeelhoudersmacht is hem ontzegd. Alleen het pecuniaire belang bij het aandeel is voor hem. Zo kan hij ook nooit 'zijn' aandeel opvorderen. Hij is geen eigenlijk vennoot meer van de vennootschap maar 'belegger'.

Gebruikt men de certificeringstechniek om beleggingsfondsen een structuur te geven dan is het duidelijk dat de beheerder de ruimste bevoegdheden over het beleggingsvermogen moet toekomen. Hij beslist, geïnspireerd door zijn deskundigheid, welke vermogenswaarden zullen worden aangekocht of verkocht en moet dan ook de mogelijkheid hebben deze beslissingen vlot uit te voeren.

- 94.2. Men kan de verhoudingen bij certificering benaderen als een opdracht vanwege de certificaathouder(s) aan het administratiekantoor, een opdracht die vermogensbeheer inhoudt, of als een deelgeving vanwege het administratiekantoor aan de certificaathouders, een financiële operatie die erin bestaat dat een gespecialiseerde instelling anderen laat delen in de opbrengst van door haar, maar ten behoeve van die anderen, gehouden vermogen. Beide termen, opdracht en deelgeving worden hier gebruikt in de betekenis welke het gewone spraakgebruik daaraan geeft zodat ze niet direct juridisch kunnen vertaald worden als lastgeving of bewind en participatiecontract. Waar precies een aflijning kan gemaakt worden is niet zonder meer duidelijk. Wel kan bijv. gesteld worden dat de houder van Amerikaanse aandelen, die deze aan een administratiekantoor overmaakt in ruil voor een royeerbaar certificaat zich opdrachtgever kan voelen, net als de man die zijn

aandelen in bewaargeving geeft aan een bank. De participant in een beleggingsfonds zal zich waarschijnlijk minder als opdrachtgever aanstellen al was het maar omdat hij geen controlebevoegdheid heeft t.a.v. zijn 'opdrachthouder' en de 'opdracht' niet te allen tijde kan herroepen.

De meeste juristen, die over de rechtsverhouding bij certificering schreven, maken dit onderscheid niet. Opdracht in de juridische betekenis ligt immers bij beide benaderingswijzen voor. In de economische betekenis wijst het begrip eerder op de tot stand koming van de statische relatie, die men juridisch als opdracht kan kwalificeren, en op de plaats, die de inhoud ervan, nl. het vermogensbeheer, in de hele contractuele verhouding inneemt. Bij 'opdracht tot vermogensbeheer' staat de opdrachtsverhouding, als juridisch gegeven, staat ook het vermogensbeheer centraal. De beheerstaak is een centrale en positieve verplichting. Bij de deelgeving staat daarentegen de verwachte opbrengst centraal.

De beheerstaak, die hier ook juridisch als 'opdracht' kan aangemerkt worden, is slechts een noodzakelijk gevolg van de deelgevings-overeenkomst. Wie anderen beloofd heeft hen te laten delen in de opbrengst van een door hem samengesteld vermogen moet er ook zorg voor dragen dat dit vermogen renderend wordt gehouden ; hij mag het zeker niet laten verloren laten gaan. De juridische opdrachtsverhouding is hier niet tot stand gekomen op initiatief van een opdrachtgever maar is door zijn tegenpartij voorgesteld als noodzakelijk element om het primaire doel van het contract, het laten delen in een vermogen, waar te maken. De inhoud van de taak is bovendien door de laatstgenoemde zelf uitgetekend. Op welke wijze de 'opdracht' is tot stand gekomen en wie van beide, opdrachtgever of -houder de inhoud ervan heeft vastgelegd, zijn belangrijke criteria ter aflijning van het economische opdrachtsbegrip, voor het juridisch begrip zijn ze daarentegen irrelevant.

94.3. De mogelijke juridische vormgevingen voor de relaties, zoals die zich economisch voordoen, kunnen als volgt in schema worden gebracht*

fiduciaire eigendomsoverdracht tot beheer	eigendom, gehouden in het belang(fiduciair) van een ander.
onherroepel.volmacht + oneigenlijke be- waargeving	id.+zekerheidsstelling ten behoeve van gebeneficiëerden
vennootschappelijk beheer : beheerder is eigenaar van het venn. vermogen	Id.+zekerh.+controle vanwege onafhanke- lijke derden
bewind, de bewindv. wordt geacht eigenaar te zijn	venn.beheer: beheerder is eigenaar van venn. vermogen, controle vanwege gebeneficiëerde zelf
onherroepel. volmacht	
volmacht	

Op het weergegeven schema staan links de juridische constructies die voor vermogensbeheer-opdracht in aanmerking komen. Ze zijn van beneden naar boven gerangschikt naar gelang de beheerder meer macht toebedeeld wordt en de certificaathouder zelf minder zakenrechtelijk gerechtigd is. Het zijn de volmacht, desgevallend onherroepelijke volmacht, het bewind (nieuw BW), het vennootschappelijk beheer als type van beheer en de eigendomsoverdracht tot beheer.

Voor de deelgevingsoperatie zijn rechts - in dezelfde volgorde- maar niet evenredig met dezelfde plaats in de linkse lijn - mogelijke juridische constructies gegroepeerd. Het gaat hier, in tegenstelling tot de vormen voor vermogensbeheer-opdracht, niet om klaarliggende wettelijke types maar om belangrijke elementen in het contract dat de vordering vanwege de certificaathouder, vordering tot uitkering van de opbrengst, omkadert.

Daarbij kan het voorkomen dat wettelijke types van vermogensbeheer-opdracht als hulp-overeenkomst in het deelgevingscontract zijn ingeschakeld.

- 94.4. Men kan nu proberen op de verschillende certificeringstypes de juridische technieken toe te passen, m.n. deze techniek die net genoeg juridische macht geeft aan de beheerder om het certificeringsopzet waar te maken. Het probleem, de tragedie eigenlijk, is dat de zaak zo eenvoudig niet is. In de meeste gevallen moet er nl. nog het onderscheid gemaakt worden tussen de interne relatie administratiekantoor - certificaathouders en de externe relatie van het administratiekantoor en de certificaathouders tot derden, inbegrepen de schuldenaars van de vordering, die gecertificeerd wordt, bijv. de nv waarvan de aandelen of obligaties gecertificeerd worden. De vraag in dit verband is dan in hoeverre de bij de certificering betrokken partijen hun overeenkomst aan derden kunnen tegenstelbaar maken.

Men kan zo voor effectensubstitutiecertificaten een bewaargevingscontract opmaken : meer macht heeft het administratiekantoor zeker niet nodig. Maar gaat bijv. om aandelen op naam dan zal het administratiekantoor deze aandelen op zijn naam moeten laten inschrijven en daarmee wordt het kantoor - en niemand anders - voor de nv, en voor andere derden, rechtens eigenaar van die aandelen. Bij toonderaandelen is de moeilijkheid dezelfde omdat het administratiekantoor tegenover de nv zich als 'houder' zal gedragen en dus ook als gerchtigde beschouwd worden. Met zijn certificaat zou de certificaathouder zich niet bij de nv kunnen aandienen en eisen dat hij als echte en enige aandeelhouder wordt beschouwd.

Is het administratiekantoor voor de buitenwereld eigenaar dan krijgt het meteen alle corresponderende bevoegdheden. Juridisch kan men het economische opzet niet volledig natekenen : er ontstaat - althans in het gegeven voorbeeld - een juridische 'overbedeling' ten voordele van het administratiekantoor.

Het administratiekantoor wordt eigenaar van de aandelen, weliswaar in het belang en voor rekening van een ander, maar : eigenaar.

De discussie die in Nederland m. b. t. de rechtspositie bij certificering op gang werd gebracht, ging er dan ook om juridische middelen te vinden om dit 'overbedelen' te corrigeren. Sommige probeerden dit met radicale voorstellen als het 'splitsen' van de eigendom. Dit kwam dan neer op een erkenningsplicht door derden van de interne verhouding certificaathouder - administratiekantoor. Anderen brachten kleine, maar in hun ogen afdoende, correcties aan door te stellen dat derden, die van de interne relatie op de hoogte waren, onrechtmatig tegenover de certificaathouders zouden handelen door in hun verhouding met het administratiekantoor te doen alsof dit laatste de enige en ware gerechtigde tot de gecertificeerde waarden zou zijn.

95. De wederzijdse argumentering ging dan om de aldus geformuleerde vraag : 'wie van beiden, administratiekantoor of certificaathouder moet uiteindelijk als eigenaar van de gecertificeerde waarden beschouwd worden' (want uiteindelijk kan maar één van beiden eigenaar zijn.) ? (1)
- Hierbij werd de pluriformiteit van de verschillende certificeringsvormen en de daaruit voortvloeiende pluriformiteit van juridische verhoudingen uit het oog verloren.

(1) De discussie omtrent de eigenaarsvraag verliep over twee periodes.
 Hierbij was vooral het tijdschrift 'De Naamloze Vennootschap' (NV) het forum waarop de argumenten naar voren werden gebracht.
Een eerste debat verliep in de jaren 1939-1940.
 Het werd ingeleid door een artikel van VAN DER HEYDEN (Her certificatengevaar, nv, 9 (1930-31), p. 1-5) stellende dat de certificaathouder eigenaar is.
 Deze stelling wordt nog verscherpt door J.J. POLDERMAN (Bespreking van P. M. BOOY, Trustee's bij geldleningen, proefschrift, Leiden 1935, NV, 14 (1935-36), p. 60-61). Voorstanders van een andere opvatting

waren : BOOY (trustee's bij geldleningen, Leiden, 1935, p. 152 e.v.), TE WINKEL (Trustverhoudingen, Leiden, 1914, p. 157 e.v.), MOLENGRAAFF (Leidraad, I, p. 525-526, 7^e druk, bew. C.W. STAR BUSMAN en Ch. ZEVENBERGEN, Haarlem 1940), VAN ROOSEGAERDE BISSCHOP (Naamloze vennootschappen en trustbeheer, NV, 14, p. 105), DORHOUT-MEES (statuten van naamloze vennootschappen, Haarlem, 1933, p. 113), JURGENS (SCHERMER, Ontwerpen van notariële acten, Zwolle, 1932, IV, bew. H.F.R. DUBOIS en J. JURGENS, p. 361 e.v.) en DE KAT (Effectenbeheer, Haarlem, 1932, p. 385 e.v., in 't bijz. p. 290 en 392). De stellingnamen van deze auteurs, de vonnissen van de Amsterdamse rechtbank (Zie verder in nr. 95) dat waren de gegevens toen W.C.L. VAN DER GRINTEN over 'De rechtspositie van de certificaathouder' een eerste globaal artikel schreef in de NV, 17 (1938-39), p. 262-265, 294-297. Zijn opvatting, administratiekantoor is eigenaar, werd in de daaropvolgende afleveringen van het tijdschrift bestreden door F. SCHOEPP en J.T.J. KORNDORFFER (resp. p. 333-334 en 334-336), waarop een wederwoord volgde van VAN DER GRINTEN en F.E. SCHMEY deze laatste ter hulp kwam (NV, 18 (1939-40), resp. p. 7-9 en 9-13). VAN DER GRINTENS artikel kwam niet zo onverwacht. De Vereniging voor den effectenhandel hield zich in die dagen bezig met het opstellen van een reglement betreffende het opnemen van depotfractiebewijzen in de Prijscourant. In het reglement werd de eigenaarspositie onduidelijk gelaten maar de Vereniging tendeerde wel naar de stelling certificaathouder eigenaar. ('Samenvatting van de reglementaire bepalingen betreffende het opnemen van depotfractiebewijzen, d.d. 1 april 1940'. Zie verder : Depotfractiebewijzen als effectenvorm, overgenomen uit 'Alg. Handelsblad', NV, 17, 253-254) Tenslotte verscheen in 1942 het proefschrift van F.J.M. HOUBEN, Het certificaat, Roermond (certificaathouder is eigenaar), waarop VAN DER GRINTEN in een bespreking reageerde (NV, 21 (1942-43), p. 282-283)

Een tweede debat werd gevoerd rond 1958.

Nieuw element was het ontwerp BW dat in art. 3.6.2.7. certificering niet als bewind aanzag en het administratiekantoor als enige eigenaar beschouwde. Bewind moest komen ter vervanging van de fiduciaire relaties, die MEIJERS uit het recht wilde bannen (art. 3.4.2.2., al. 3). (1954)

Tegen dit laatste kwam protest vanwege de NEDERLANDSE JURISTENVERENIGING (NJV) in 1956. Prae-adviseurs C.Ae. UNIKEN VENEMA en J.R.H. BUINING (Welke voorzeningen behoort de wet te bevatten betreffende fiduciaire rechtsverhoudingen anders dan na dode, Handel. N.J.V., 1956, I, resp. p. 1-64 en 65-104) konden de vergadering van Nederlandse juristen overtuigen van het nut der fiducia (stemmingen : Handel. N.J.V., II, p. 81).

./.

Een ander element was het rapport van de commissie HELLEMA dat de eigenaarspositie van het administratiekantoor voor nrc's aannam (p. 13).

De Vereniging voor den Effectenhandel, voor wie het rapport werd uitgebracht, liet hieromtrent in de 'regeling' dubbelzinnigheid bestaan (Circulaire van 7 dec. 1956. - Zie hieromtrent Y. SCHOLTEN, WPNR, 4559, p. 479 en S. BROUWER, Beurs en Effectenhandel, Amsterdam, 1969, p. 215).

Een discussie werd dan op gang gebracht door een rede van Y. SCHOLTEN op de Universiteitsdag Amsterdam, 19 oct. 1957, gepubliceerd in W.P.N.R., 4557-4559, p. 453-455, 465-467, 477-479 (November 1958). Zijn conclusie luidde : administratiekantoor eigenaar. Hierop kwam reactie vanwege M.P. GANS (Enkele aantekeningen over de rechtspositie van de certificaathouder, NV, 35 (1957-58), p. 169-171 - van hem is het proefschrift Beleggingsleer en beleggingsfondsen, Leiden 1957, - besproken in NV, 36, (1958-59), p. 18-20 door W.C.M. MUTSAERS), verder vanwege F.J. BREVET (Wie is eigenaar van het aandeel, Administratiekantoor of certificaathouder ?, NV, 35, p. 189-190 en van VAN DER GRINTEN (Naschrift, NV, 35, p. 190). Ook het artikel van H.G.M. VAN DER VOORT (Administratie van effecten, WPNR, 4602-4603, p. 445-448, 457-460), geschreven naar aanleiding van art. 3.6.2.7. NBW, kan als behorend tot dit debat beschouwd worden.

Het belang van de vraag, zoals boven gesteld, kwam al duidelijk aan het licht tijdens de in de dertigerjaren gevoerde 'DAMARALAND'-procedure.

Als de certificaaathouder eigenaar is van de gecertificeerde aandelen dan kan hij bij een faillissement van het administratiekantoor zijn eigendom opvorderen. Is hij geen eigenaar dan beschikt hij slechts over een gewone boedelvordering, die concurreert met de vorderingen van andere schuldeisers, niet-certificaathouders.

Het obscure (1) administratiekantoor 'Damaraland' had certificaten Koninklijke Petroleum uitgegeven. Bij een daaropvolgend faillissement van het kantoor vorderde de 'Société française de banque pour l'étranger' één aandeel Koninklijke petroleum op tegen de inlevering van 100 certificaten. De curatoren weigerden deze afgifte, stellende dat 'Damaraland' eigenaar van de aandelen Kon. Petroleum was geworden.

De rechtbank van Amsterdam (2) leidde zonder meer uit een aantal elementen der 'voorwaarden van administratie' af dat het administratiekantoor de aandelen slechts in 'administratie' had genomen en niet de eigendom daarvan had verkregen. Dat verder de certificaathouders 'den eigendom dier aandelen behielden of, voor zover zij door bemiddeling van het administratiekantoor werden aangekocht, verkregen' (3).

Het Hof te Amsterdam (4), waarbijde zaak inmiddels in hoger beroep was aanhangig gemaakt, aanvaardde niet dat zomaar uit de 'voorwaarden' de eigendom der certificaathouders positief zou blijken, maar bevestigde niettemin het vonnis.

(1) Aldus T. SCHOLTEN, WPNR, 4557, p. 454

(2) Arr. Rb. Amsterdam, 29 mei 1931, NJ, 1931, p.453-454

(3) Duidend op de twee manieren om tot certificering over te gaan : ofwel zelf aandelen inleveren en in ruil certificaten vragen, ofwel certificaten kopen, waarvoor de fondsleiding of administratiekantoor op voorhand aandelen of andere effecten voorbestemde en die effecten aankocht.

(4) Hof Amsterdam, 3 maart 1932, W., 12449. Het Hof spreekt van 'bewaren'. Eerder had de Amsterdamse rechtbank vastgesteld dat er van bewaren bij certificering geen sprake kon zijn : 10 januari 1899, W., 7331.

Het Hof was immers van oordeel dat het administratiekantoor geen eigenaar kon geworden zijn omdat het begrip 'in administratie nemen' naar zijn aard een tegenstelling vormt met het begrip 'in eigendom overdragen'. Op het argument van de curatoren dat de certificaaathouders bij royement - dit was voorzien - wel recht hadden op een aandeel maar niet op een bepaald aandeel, antwoordde het Hof dat de bevoegdheid van het kantoor om zelf een aandeel uit de voorraad te kiezen niet betekende dat deze voorraad van effecten eigendom van het kantoor was. 'Het is immers denkbaar, aldus het Hof, dat de aandelen bewaard dienden te worden in een gemeenschap waarvan de certificaaathouders gezamenlijk eigenaars waren.' Ten aanzien van die gemeenschappelijke pot zou het administratiekantoor alleen verschillende beheersbevoegdheden hebben (1).

In deze zin voortredenerend zou ook de gelijkheid der crediteuren niet verstoord worden wanneer de vordering aan de Franse maatschappij werd toegestaan. Deze gelijkheid geldt immers slechts t. a. v. crediteuren die iets uit de boedel te nemen hebben. De certificaaathouders zouden zulks niet doen maar gewoon hun eigendomsrecht uitoefenen op niet in de boedel vallende stukken (2).

Volgens sommigen was hiermee de eigendomsvraag bij certificering beantwoord, volgens anderen was deze uitspraak van het Hof meer door billijkheid dan door het recht geïnspireerd. (3)

Reeds eerder had de Amsterdamse rechtbank, in een minder relevante procedure, certificaten slechts als doorgeefinstrumenten beschouwd. Iemand die zijn certificaten kwijtgeraakt was vroeg aan zijn administratiekantoor de aflevering van duplicaten, wat hem geweigerd werd (het betrof toonderstukken). De rechtbank overwoog hier het volgende: 'De certificaten in kwestie vertegenwoordigen een aantal aandelen in een bepaalde vennootschap. Derhalve is hij, die door koop en levering die certificaten heeft verkregen, hierdoor aandeelhouder in die vennootschap geworden, ...

(1) Besprekingen van het arrest : H.F.A. VOELLMAR, De rechtspraak in de jaren 1930-1931 en 1932, IV, NV, 12 (1933-34), p. 14 ; Y. SCHOLTEN, art. cit. ; F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 95-97.

(2) Zie de besprekingen van het arrest, vorige noot.

(3) Respectievelijk : F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 95-97 en F. SCHOEPP, art. cit., p. 333 - W.C.L. VAN DER GRINTEN, art. cit. NV, 17, p. 262.

Deze certificaten zijn dus slechts bewijsstukken van eigendom en verlies ervan doet dit eigendomsrecht niet teniet.

In geval van verlies moet de eigenaar de mogelijkheid hebben zich andere stukken aan te schaffen mits hij zekerheid stelt voor het geval derden te goeder trouw de certificaten in handen hebben'. (1)

-
- (1) Het Hof van Amsterdam vernietigde dit vonnis. Het sprak zich echter niet meer uit over het door de rechtbank gehanteerde certificaatsbegrip maar stelde dat het karakter van toonderpapier meebrengt dat de emittent ervan zich alleen ten overstaan van de houder van het stuk verplicht heeft. Is het stuk verloren gegaan en is er geen uitdrukkelijke bepaling in het contract die de creatie van nieuwe stukken voorziet dan kan men hiertoe niet overgaan. In het onderhavig geval was deze mogelijkheid niet voorzien. Arr. Rb. Amsterdam, 13 mei 1929, NJ, 1929, p. 1300 - 1302 ; Hof Amsterdam, 11 dec. 1931, NJ, 1932, p. 267-268. Y SCHOLTEN (art. cit., p. 454) vindt dat het Hof terecht in deze zin uitspraak deed, VOELLMAR (art. cit., p. 14-15) levert er kritiek op. Ook R. DE VOS beklaagt zich over het 'genis aan werkelijkheidszin' van het Hof, en vindt de uitspraak des te ergerlijk omdat in de meeste contracten van administratie deze mogelijkheid niet is opgenomen, Brieven van den Effectenman, nr. 945, overgenomen uit de 'Haagse Post', NV, 11 (1932-1933), p. 337-338.

Voor verdere rechtspraak, zie : F.J.M. HOUBEN, op. cit., p. 97-101 en G. RUSSEL, Het certificaat-begrip volgens de Zegelwet (art. 62 Zegelwet 1917), NV, 41 339-340, geschreven n. a. v. Arr. Rb. Amsterdam, 21 dec. 1931, NJ, 1933, p. 412-413.

We geven nu de argumenten weer die door de verschillende auteurs tot staving van de stellingen 'certificaathouder is eigenaar' of 'administratiekantoor is eigenaar' werden aangevoerd. Achtereenvolgens komen aan de beurt argumenten voor 'certificaathouder is eigenaar', 'administratiekantoor is geen eigenaar', 'administratiekantoor is eigenaar' en tenslotte 'certificaathouder is geen eigenaar'.

- 96.1. Bewijzen dat de certificaathouder eigenaar is van de gecertificeerde effecten, vinden de voorstanders van deze stelling in de eerste plaats in de 'voorwaarden van administratie en beheer', de certificeringsovereenkomst. Daarin staat, als aanhef, : 'Houder dezès is gerechtigd tot... aandelen...' Verder vindt men een bepaling dat de gecertificeerde waarden gehouden worden 'voor risico' van de certificaathouders en bovendien wordt door de certificaathouder aan het administratiekantoor 'onherroepelijk volmacht gegeven' om alle nuttige handelingen te stellen, een volmacht die toch alleen maar door een eigenaar kan gegeven worden ! (1)
- Deze argumenten zijn echter niet doorslaggevend : 'gerechtigd zijn' kan immers net zowel een persoonlijk gerechtigd zijn betekenen als een 'ius in re'. Men zou het kunnen verstaan als het gerechtigd zijn tot een vordering m. b. t. de afgifte van de vermogenswaarde van de gecertificeerde effecten (2). Ook de term 'voor risico' wijst niet direct op een eigenaarschap maar enkel op een 'economisch belang'. (3)

(1) Argumenten te vinden bij BREVET en SCHOEPP. Wanneer van auteurs slechts één artikel werd aangehaald in noot (1) onder nr. 45 wordt naar dit artikel slechts door de naam van die auteur verwezen.

(2) VAN DER GRINTEN, art. cit., NV, 18

3) Y. SCHOLTEN, art. cit.

Van het 'onherroepelijk volmacht geven', zo vinden de tegenstanders, mag men geen al te letterlijke interpretatie geven. Het betekent eerder dat het administratiekantoor alle aan het effectenbezit verbonden rechten in het belang van de certificaathouders moet uitoefenen.

Dat van een eigenlijke volmacht geen sprake kan zijn wordt door Y. SCHOLTEN aangetoond. Het administratiekantoor is immers ingeschreven als eigenaar van de aandelen of treedt ter algemene vergadering als houder op en oefent dus uit eigen recht de belangrijkste aandeelhoudersbevoegdheid, nl. het stemrecht uit. Hiertoe heeft het van niemand volmacht te krijgen. Integendeel, wil het kantoor aan de certificaathouders toelaten zelf te gaan stemmen dan zal het, als eigenaar, aan de certificaathouders volmacht moeten geven of hun, tijdelijk, het aandeel ter hand stellen (c.q. hen laten inschrijven in het aandelenregister). Bovendien betekent onherroepelijke volmacht dat de volmachtgever nog altijd zelf gerechtigd blijft zelf rechtshandelingen te stellen, waarvoor hij volmacht gegeven heeft. Nu heeft de certificaathouder gedurende zijn overeenkomst met het administratiekantoor zeker niet de bevoegdheid zelf ter stemming op de algemene vergadering te trekken !

- 96.2. Een verder argument van de voorstanders der 'certificaathouder-eigenaar' theorie luidt als volgt. Wanneer een aandeelhouder zijn aandeel aan een administratiekantoor overmaakt en in ruil een certificaat vraagt dan blijft hij eigenaar. Hij was dat al en door zijn aandeel in te leveren heeft hij zijn eigenaarspositie niet kwijtgespeeld. (SCHOEPP) Dit argument vervalt natuurlijk wanneer men met de hypothese te maken heeft dat iemand gewoon een certificaat koopt zonder op voorhand aandeelhouder te zijn (1), wat het meest voorkomende geval is. (2) Bovendien kan ook de grond van het argument zelf betwist worden. Voorgehouden kan worden dat de realisatie van het certificeringsopzet vereist dat het administratiekantoor gaat optreden als eigenaar.

(1) VAN DER GRINTEN, NV, 18

(2) SCHMEY, art. cit.

In zulk geval is het de bedoeling van partijen dat de eigendom op het kantoor, ten titel van beheer (fiduciaire eigendom) overgaat. (1)

96.3. Ook werd vooropgezet dat de certificaathouder als eigenaar moet aangemerkt worden omwille van zijn royementsrecht : hij heeft het recht 'zijn aandeel' terug te vorderen. (2) Ook hier kan tegengeworpen worden dat dit een persoonlijk recht tegenover het administratiekantoor is, een recht op afgifte van 'een' aandeel, niet 'zijn' aandeel. (3)

96.4. Tenslotte werd door F. SCHOEPP nog de volgende stelling voorgehouden : het administratiekantoor heeft de macht over het gecertificeerde aandeel, de certificaathouder het recht erop. Het onderscheid macht en recht lijkt evenwel niet te stoelen op enige wettelijke grond. Beter ware natuurlijk over bevoegdheid en belang te spreken, maar dan stelt men meteen dat het kantoor de eigenaarsbevoegdheid heeft en de certificaathouder het economisch belang, wat dan een tegen-argument voor de verdedigde stelling wordt.

97. Tot staving van de stelling dat het administratiekantoor geen eigenaar van de gecertificeerde waarden kan zijn werd eveneens een beroep gedaan op de 'voorwaarden van administratie'. Daarin staat dat het kantoor de aandelen enkel 'in administratie neemt'. Dit is, aldus het argument, geen voldoende titel voor eigendomsverkrijging en betekent trouwens ook heel wat anders, nl. beheersbevoegdheid. Hier kan bij aangetekend worden dat de bedoelde term juridisch 'neutraal' is en de concrete inhoud ervan zal afhangen van de overige bepalingen in de 'voorwaarden'. (4)

(1) VAN DER GRINTEN, NV, 17

(2) SCHOEPP, art. cit.

(3) Y. SCHOLTEN, art. cit.

(4) Y. SCHOLTEN, art. Cit.

Overigens kan er nogmaals op gewezen worden dat verdedigbaar is de opinie luidens dewelke het certificeringsopzet eigendom van het kantoor onderstelt. (1)

Ook wordt aangevoerd dat het administratiekantoor zich niet als eigenaar zal en kan gedragen. Het is immers niet bevoegd het gehouden vermogen te vermeerderen of te bezwaren. Verder worden de gecertificeerde aandelen bewaard in een kluis met drie afzonderlijk werkende sloten, zodat tegencontractuele vervreemding meteen zou uitgesloten zijn. Tenslotte verschijnen de gehouden waarden niet als activa op de rekeningen van het kantoor. (2) Contractueel is het kantoor natuurlijk onbevoegd tot vervreemding over te gaan, althans bij effectensubstitutiecertificaten. Zakenrechtelijk is het echter wel. De overige argumenten zijn verder van praktische aarde en hebben geen weerlag op dit zakenrechtelijk bevoegd zijn van de fiduciaire eigenaar. (3)

Met betrekking tot het fiduciair eigenaarschap van het kantoor wilden sommigen dit fiduciair karakter ook laten 'doorwerken' in de relatie met derden. Zo stelde POLDERMAN, als verduidelijking van VAN DER HEYDENS stellingname, dat iedereen weet dat het kantoor geen eigenaar is en, handelend met het kantoor, het dan ook slechts als tussenpersoon mag beschouwen. Dit is wat te sterk. Niet iedereen hoeft te weten wat de inhoud van andermans contracten is. Bovendien, zo hij weet dat zijn tegenpartij slechts tussenpersoon is, is dit toch niet voldoende om tot een 'doorwerken' van de contracten van die tussenpersoon met diens opdrachtgever te gewagen.

(1) VAN DER GRINTEN, NV, 17

(2) SCHOEPP en KORNDORFFER, artt. cit.

(3) VAN DER GRINTEN, NV, 18

Ook de handelaar die met een commissionnair contracteert, die in zijn firmabenoaming de commissionnairshoedanigheid duidelijk aangeeft, moet toch niet deze commissionnair in alle omstandigheden als 'niet de echte' of als 'tussenpersoon' beschouwen.

Tenslotte geeft POLDERMAN niet aan welke de gevolgen van een contractsbreuk vanwege het kantoor zouden zijn : vernietiging van de transactie of schadeloosstelling ?

98. Een uitgebreide bijdrage met argumenten voor de stelling dat het administratiekantoor eigenaar is en hoort te zijn van de gecertificeerde waarden is deze van VAN DER GRINTEN in de Naamloze Vennootschap, 17.
98. 1. VAN DER GRINTEN vertrekt van de volgende vraagstelling : welke is de rechtspositie van het administratiekantoor dat aandelen in eigendom verkregen heeft en hiervan certificaten uit geeft ?

Het administratiekantoor is dus eigenaar van de aandelen vooraleer er tot certificering wordt overgegaan. Het oefent zelfstandig de rechten uit die aan dit aandeelhouderschap zijn verbonden. De volgende vraag is dan welke de rechtspositie van de certificaathouder zal zijn na de certificering. Deze vraag kan beantwoord worden als vaststaat wat deze certificering juridisch inhoudt. Als het administratiekantoor voor de certificering eigenaar was en men nadien de certificaathouder als ware eigenaar wil aanwijzen dan moet het juridisch gebeuren, tussen dit voor en na, een eigendomsoverdracht inhouden, naar Nederlands recht, een 'levering krachtens titel'. Van dit laatste is evenwel, aldus de auteur, geen sprake.

Certificeren betekent niet meer dan dat dividenden en claims ten behoeve van de certificaathouders zullen gecasseerd worden en dat de aandelen, waarover certificaten werden uitgegeven, inderdaad bestaan en zullen behouden worden. Desgevallend komt daar nog bij het recht om, tegen inlevering van certificaten een aandeel of de geldwaarde ervan te ontvangen.

Eigendomsoverdracht komt hier niet aan te pas. Formeel zal er geen levering van aandelen plaatsvinden. Zulks kan allereerst niet bij aandelen op naam waarover certificaten aan toonder worden uitgegeven. Aan de speciale voorwaarden voor levering van dit soort aandelen zal niet kunnen worden voldaan. Ook van aandelen aan toonder zal geen levering geschieden. Hoe kan dat immers wanneer het niet gaat om een geïndividualiseerd aandeel (of een fractie daarvan) ?

Een analijse van het gebeuren bij certificering leert bovendien dat de wil van de partijen niet gericht is op een eigendomsoverdracht ten voordele van de certificaaathouder. Voor zichzelf wil deze laatste de opbrengst van aandelen, meer niet. Men kan zelfs stellen dat hij juist niet de juridische eigendom van aandelen wil, bijv. omdat precies de juridische vorm van die aandeleneigendom hem niet bevalt (bij aandelen op naam) of omdat hij verlost wil zijn van de beslommeringen die het rechtstreekse eigenaarschap meebrengt. Met dit argument wordt tevens de vraag beantwoord wie de eigendom zal houden of verkrijgen wanneer de certificering gebeurt door een aandeelhouder die zijn aandeel 'in administratie geeft' aan een administratiekantoor, en dit in ruil voor een certificaat. Men moet hier aannemen, aldus nog steeds VAN DER GRINTEN, 'dat het administratiekantoor het aandeel in eigendom overneemt ; De bedoeling van de partijen is erop gericht dat het administratiekantoor ~~deze eigendomsrechten~~ heeft en uitoefent ten bate van wie in administratie geeft.' (1)

Ten voordele van deze stelling haalt de auteur dan nog aan dat wie zijn aandeel in administratie gaf nooit meer zijn bepaalde aandeel kan terugvorderen.

(1) Art. cit., p. 297

Eenmaal vastgesteld dat het administratiekantoor eigenaar is dan kan men dit recht niet nogmaals aan een ander, de certificaathouder, geven.

Een 'gesplitst' eigendomsrecht, naar het voorbeeld ~~van de~~ Angelsaksische trust, is in Nederland niet mogelijk. De certificaathouders beschikken ~~over~~ ~~over~~ orderingsrechten tegenover de uitgever van de certificaten, hun mede-contractant.

98. 2. 'Niettemin geeft het certificaat een persoonlijke zekerheid. Het vertegenwoordigt niet alleen een gewone schuldplichtigheid, doch tevens de zekerheid dat de waarde, waartegenover het certificaat is uitgegeven, gehouden wordt door de uitgever. Hieraan dankt het certificaat zijn betekenis. Daarom is de naam ~~certificaat~~ gerechtvaardigd'.⁽¹⁾ En hier gaat het natuurlijk om. Het aandelenbezit moet ten voordele van wie in het administratiekantoor zijn vertrouwen stelde gehouden worden. Het kan best zijn dat er op de aandelen geen opbrengst is of dat ze hun waarde verliezen : dit is in de koop genomen. Maar het mag niet voorkomen dat de certificaten waardeloos worden omdat schuldeisers van het administratiekantoor beslag leggen op de aandelen, die formeel juridisch mede het voor beslag vatbare vermogen van het administratiekantoor uitmaken (2), of dat de aandelenvoorraad bij faillissement tot voldoening van alle schuldeisers zonder onderscheid zal geliquideerd worden.

Voor het geval het administratiekantoor in déconfiture zou geraken stelt de auteur voor de certificaathouders als separatisten te laten optreden. De aandelen zouden dus niet in de boedel vallen. De wet kent verschillende separatisten en het is niet 'contra legem', aldus VAN DER GRINTEN, om deze kring uit te breiden.

(1) Art. cit., p. 295

(2) VAN DER GRINTEN kant zich tegen de opvatting als zou 'vermogen' in de zin van de faillissementswet als 'economisch vermogen' moeten begrepen worden, art. cit., p. 296

De gelijkheid van crediteuren geldt immers slechts voor zover zij gelijke 'rechten' hebben en de bijzondere aard van de certificaatschuld rechtvaardigt wel een speciale positie voor de certificaathouders.

Voor het beslag door crediteuren, op grond van artikel 1177 BW, geldt hetzelfde : certificaathouders worden als bevoorrechte schuldeisers beschouwd en de certificaten zijn niet voor beslag vatbaar. Bovendien vindt de auteur dat aan beslagleggende schuldeisers meestal 'misbruik van recht' zal kunnen aangewreven worden (art. 1401 BW). Ze zullen immers wel weten dat de aandelen 'eigenlijk' niet tot het vermogen van hun schuldeiser behoren en 'het zou in strijd zijn et de maatschappelijke betamelijkheid om op deze aandelen verhaal te zoeken'.(1)

De stelling dat de certificaathouders als separatisten optreden werd door de auteur verduidelijkt ter gelegerheid van zijn Prae-advies over 'Certificering van onroerend goed' voor de Broederschap der Notarissen in Nederland, 1964. Dit separatisme werkt enkel wanneer er andere crediteuren zijn dan crediteuren van het administratie- of beleggingsfondsvermogen (2). De 'zaak'-schulden, die betrekking hebben op de administratiebedrijvigheid van het kantoor mogen immers op het 'geadministreerde' vermogen verhaald worden omdat ze ten behoeve van dit vermogen werden aangegaan. Men kan het als volgt voorstellen. Eerst komen de 'zaak'-schuldeisers, die uit de aandelenvoorraad nemen wat nodig is om hun schuld te voldoen. Daarna komt het saldo van de aandelenvoorraad toe aan de certificaathouders.

Nadien komen dan de niet- 'zaak' schuldeisers, waarmee het administratiekantoor niet qualitate qua gehandeld heeft. Deze laatsten mogen hun schuld verhalen op het 'persoonlijke' vermogen van het administratiekantoor.

(1) Art. cit., p. 297

(2) Zie het verslag van het debat in Corr. Blad, 1964, p. 364-421, inz. p. 403, en eveneens W.J. SLAGTER. Certificering van onroerend goed, TVVS, 7, p. 142. In het prae-advies was dit niet zo duidelijk. Nochtans formuleerde VAN DER GRINTEN deze opvatting reeds in 1941, in WPNR, 3739 : 'Het trustgoed mag niet uitgewonnen worden door PERSOONLIJKE crediteuren van de trustee !'

Voortredenerend n.a.v. het laakbaar zijn van sommige vormen van beslag, kan men tenslotte ook nog tot de conclusie komen dat het eveneens maaatschappelijk laakbaar is dat derden aandelen zouden kopen van het administratiekantoor, wel wetende dat deze aandelen niet mogen vervreemd worden. Deze derden moeten, aldus VAN DER GRINTEN, de vroegere toestand herstellen (1).

Andere middelen om het recht van de certificaathouders-fiducianten te vrijwaren, als daar zijn het toekennen van fiduciaire rechten onder opschorsende voorwaarde of het verlenen van zakelijke rechten aan de gebeneficiëerden, werden door de auteur voor niet-afdoend of onmogelijk gehouden (2)

Aanvaardt men de stelling van VAN DER GRINTEN dan kan men samen met hem besluiten dat de certificaathouders voldoende - en op rechtvaardige wijze - verzekerd zijn dat hun economische opzet ook juridisch klaar vertaald kan worden. Men kan hen economische eigendom aan de aandelen toewijzen, juridisch kan dit niet als eigendom, wel als een, geprivilegiëerde, vordering erkend worden.

99. Argumenten dat de certificaathouder geen eigenaar kan zijn vonden we reeds bij VAN DER GRINTEN. Op het gestelde van deze auteur dat de certificaathouder nooit recht heeft op een bepaald aandeel, ook niet bij royement, antwoordde HOUBEN dat de eigendom van de certificaathouder zou bestaan aan een effect van een bepaalde soort. Dit is evenwel een eigendomsfiguur, die in het Nederlandse recht niet bekend is, als dus VAN DER GRINTEN. GANS stelde voor de gezamenlijke certificaathouders als mede-eigenaren van de aandelenvoorraad te beschouwen.

(1) WPNR, 3741, p. 345

(2) WPNR, 3739, p. 337-338

Daarmee werd evenwel niet aangetoond hoe die certificaathouders eigenaar of mede-eigenaar zouden kunnen worden (het probleem van levering krachtens titel) en reeds een bijkomende moeilijkheid i.v.m. de uitoefening van het stemrecht door het administratiekantoor. Als dit geen eigenaar zou zijn dan zou het van de mede-eigenaren vmacht moeten krijgen. Maar als één van deze laatsten zijn volmacht zou intrekken dan zou het kantoor niet meer kunnen stemmen.

Er blijven slechts twee oplossingen : ofwel is de certificaathouder eigenaar van één aandeel, wat niet met de praktijk overeenkomt (èn de moeilijkheid i.v.m. beleggingsfondsen), ofwel is het administratiekantoor eigenaar van alle aandelen.

Als eigenaar moet het kantoor inderdaad beschouwd worden, maar het bezit de gecertificeerde waarden slechts ter behoefte en voor rekening van de certificaathouders. De houders van certificaten hebben het 'genot' van deze aandelen, geen zakelijk maar een persoonlijk recht van 'vruchtgenot' (Hof Amsterdam, 25 juni 1957, boven geciteerd).

100. 1. Tenslotte moge gewezen worden op artikel 3.6.2.7. van het ontwerp MEIJERS voor een nieuw Burgerlijk Wetboek. Dit artikel stelt dat er geen bewind ontstaat wanneer iemand door het uitgeven van certificaten anderen laat delen in de opbrengst van aandelen en schuldvorderingen, die door hem op eigen naam zijn verkregen.' M.a.w. het administratiekantoor is eigenaar van de gecertificeerde waarden. M.P. GANS en H.G.M. VAN DER VOORT hadden bezwaar tegen deze regeling. Laatstgenoemde kwam op grond van een interpretatie van sommige teksten uit de toelichting bij het ontwerp tot de conclusie dat in sommige gevallen wel bewind zou kunnen ontstaan in het raam van een administratieovereenkomst., Met name zou dit geval kunnen zijn wanneer het kantoor bij de verwerving van de aandelen of schuldvorderingen zou doen aantekenen dat het die opneemt ten behoeve van certificaathouders.

Verder zou de toelichting van de functie der bewindsfiguur precies de indruk kunnen wekken dat deze figuur juist voor certificering 'getekend' was, een certificering zoals VAN DER VOORT die dan voorstelt. Ons inziens wordt de draagwijdte van MEIJERS' artikel niet ten volle ingezien. De kerngedachte ervan is immers niet, zoals voorstanders van de administratiekantoor-eigenaar theorie het voorstellen, dat de certificaathouder slechts vorderingsrechten toekomen, maar wel dat de certificeringsverhouding geen bewind inhoudt, zoals MEIJERS zich die voorstelde, m.n. geen 'opdracht tot vermogensbeheer' is, waarvoor hij bewind als wettelijk type creëerde. Hier grijpen we terug naar het economische begrip 'opdracht tot vermogensbeheer' zoals dat in de aanvang van deze paragraaf werd voorgesteld.

100. 2. MEIJERS' systematiek i.v.m. juridische technieken voor zodanige opdrachten vinden we in zijn toelichting bij het ontwerp. Naast de volmacht, aanwendbaar voor voorbijgaande en minder omvangrijke opdrachten was er in het Nederlandse recht geen type voor een permanent en soepel vermogensbeheer. Als oplossing werd dan een beroep gedaan op de onherroepelijke volmacht en de fiduciaire eigendomsoverdracht. Het eerste middel mist rechtskracht, aldus MEIJERS, en het tweede gaat te ver, brengt overbedeling teweeg.⁽¹⁾ Daarom werd de fiducia uit het recht gebannen (art. 3.4.2.2., al.3). Ter vervanging werd dan het bewind uitgewerkt ⁽²⁾. Maar deze bewindsfiguur, met haar ingrijpende gevolgen, werd dan ook voorbehouden voor de eigenlijke vermogensbeheeropdrachten zodat ze ook niet, zoals de fiducia, een parapluie zou worden, waaronder tal van contracten zouden komen schuilen, met alle gevolgen van 'overbedeling' (die dan wellicht opnieuw zou optreden) vanden.

(1) Toelichting, p. 241

(2) Voor een overzicht van de bewindsfiguur : zie W. van GERVEN, De regeling van het bewind in het ontwerp voor een nieuw Nederlands B.W.(Ontwerp Meijers), RW, 1957-58, kol. 841 e.v.

Tot dit soort contracten die geen opdracht van vermogensbeheer inhouden, behoort in de visie van MEIJERS, de certificering. Gaat het hierbij om voorlopige 'in administratie-neming' dan zal men volmacht moeten gebruiken. Gaat het om 'deel laten hebben in aandelen en schuldvorderingen die op eigen naam (door het administratiekantoor) werden verkregen' dan is er het participatiecontract, zijn er constructies als omkadering voor de vordering van de certificaathouder (zie schema in het begin van deze paragraaf) en is er de vennootschap. Certificering is geen vermogensbeheer maar een deel-geven, dit is o.i. de betekenis van MEIJERS' artikel 3.6.2.7.

101. Bij normale gang van zaken is het-voor de leek- doorgaans on-ontwarbare web van contractuele bepalingen niet de eerste zorg van de certificaathouder. De aandelen zijn 'van hem'. Hij heeft ze betaald, hij krijgt de opbrengst en hij mag er desgevelland een opeisen, bij roeyement. Om dit economisch opzet waar te maken is het echter nodig dat het administratiekantoor, de beleggingsfondsdirectie, de aandelen zelf, uit eigen recht houdt en zelfstandig de aandeelhoudersrechten uitoefent, d.w.z. juridisch eigenaar is. Hoe echter aan de certificaathouder uitleggen dat iets wat hij betaald heeft eigenlijk niet van hem is, maar dat er -- aan de andere kant -- toch zekerheid genoeg is dat het administratiekantoor zijn eigenaarspositie niet zal misbruiken. Deze subtiele juridische franjes zijn nu niet bepaald de beste verkoopsslogans. Daarom is o.i. de tekst van de meeste voorwaarden, alsmede de reglementen van de Vereniging voor den Effectenhandel 'opzettelijk' onduidelijk. Daarom gebruikt men meer neutrale termen als daar zijn 'in administratie nemen' en 'gerechtigd zijn tot'. Overigens moet de vraag wie eigenaar is, niet beantwoord worden door de 'voorwaarden' maar door de statuten van de naamloze vennootschappen, wier aandelen gecertificeerd worden, en door de wettelijke bepalingen dienaangaande.

Wie eigenaar is van een aandeel op naam, van toonderaandelen, van onroerend goed, wordt bepaald door de wetten, niet door contracten.

Tenslotte is de eigenaarsvraag veelal van praktisch belang ontbloot. Het geval van 'DAMARALAND' was in dit opzicht een uitzondering : het ging om een eerder 'obsuur' administratiekantoortje. Verder zijn faillissementen van grote financiële instellingen niet zo frequent. (1)

(1) Zie nochtans de TEXEIRA -affaire en de daarop volgende procedure voor de Hoge Raad i.v.m. de niet-geïndividualiseerde effecten in de algemene effectenvoorraad van die bankiersfirma.

§ 3. Beschrijvend overzicht van de Nederlandse vastgoedfondsen.

102. Naar het voorbeeld van de depotfractiebewijzen werd voor de eerste maal onroerend goed gefractionneerd door de NV Nationale Grondtrustee Amsterdam, in 1929. De door haar uitgegeven certificaten waren ingedeeld in groepen en voor elke groep was aangeduid op welk(e) onroerend(e) goed(eren) ze betrekking had. Het voorbeeld van de NGA werd echter niet nagevolgd (1). Wel werd in navolging van effectenparticipatiebewijzen en met de Zwitserse ervaring als achtergrond door de NV Hollandse Beleggingen en Beheer Maatschappij (2) in 1947 het Beleggingsfonds Onroerende Goederen (BOG) opgezet.
- Nieuwe initiatieven volgden niet onmiddellijk. Pas in het begin der zestiger jaren, bij de algemene hoogconjunctuur die ook in andere landen aanleiding gaf tot het oprichten van onroerende beleggingsfondsen(3), werden weer publieke vastgoedfondsen gevormd.

-
- (1) De NGA ging zich later ook bezig houden met het beheer van onroerende goederen ten voordele van vereenigingen van appartementeigenaars, aldus een mededeling van W.C.L. VAN DER GRINTEN en W.C. TREURNIET, Prae-adviezen voor de Broederschap der Notarissen in Nederland: 'Certificering van onroerend goed', 1964, (hierna geciteerd als: N., Prae-advies), p. 7
- (2) Die tevens beheerder is van grote roerende - waarden - fondsen, als daar zijn: HBB, Convento e.a.
- (3) Volgens VAN DER GRINTEN vormde de fiscale benadering van de fondsverhoudingen eveneens een belangrijke stimulans, Prae-advies, loc. cit.

Het zijn : in 1960 Vastgoed Beleggingsfonds 'Nederland'(1), de vastgoedfondsen Immofund 1962, 1963 en 1964 A (2) het Binnenlands Beleggingsfonds Vast Goed in 1963 (3), Vastgoedfonds voor Institutionele Beleggers (VIB) in 1964 (4) en, later, het Vastgoedfonds Breevast 1967 (5)

- (1) Opgericht bij acte van 28 september 1960, ll. gew. 17 febr. 1964 (de 'Voorwaarden' luiden op die datum).
Beheerder : NV Beheersmij voor Vastgoed-fondsen, R'dam.
Bewaarder : NV Vastgoedkantoor van het Algemeen Administratie- en Trustkantoor, R'dam.
- (2) Drie fondsen, behorende tot dezelfde groep, geleid door NV Beheersmij Immofund, R'dam. Voor elk fonds is er een eigen bewaarders-nv, genoemd NV Trustkantoor van het vastgoedbeleggingsfonds Immofund 1962,... 1964 A. De voorwaarden van de fondsen zijn vastgelegd op 26 sept. 1962 (ll. gew. 11 nov. 1964) voor Immofund 1962, op 5 dec. 1963 (ll. gew. 5 dec. 1965) voor Immofund 1963 en op 17 april 1964 (ll. gew. 2 maart 1965) voor Immofund 1964 A.
- (3) Waarvan de voorwaarden vastgesteld op 1 juni 1962, ll. gew. 14 oct. 1968, geleid door NV Amsterdong, Amsterdamse Beheersmij (tot in 1966 door Texeira de Mattos cv) met als bewaarder Administratiekantoor Insula NV.
- (4) Voorwaarden : 15 jan. 1964. Directie : Bestuurskantoor Onroerend Goed NV, Utrecht. Trustkantoor : NV Trustkantoor van het VIB, R'dam.
- (5) Voorwaarden : 8 dec. 1967. Directie : Bredero Vast Goed NV, Utrecht. Bewaarder : Stichting Bewaarder Vastgoedfonds Breevast 1967, 's Gravenhage.

Naast deze fondsen, die zich alle tot het beleggend publiek richten, bestaan ook besloten fondsen. Zij worden in deze studie niet begrepen. Van de publieke fondsen hebben er, in 1970, drie beursnotering verkregen.

Einde 1967 bedroeg het totale bedrag van de door de acht genoemde vastgoedfondsen (NGA niet meegerekend) verrichte beleggingen 238 miljoen gulden. (1)

Van de structuur dezer acht fondsen wordt nu een overzicht gegeven. Vooraf wordt de bijzondere figuur van de NGA even geschetst.

De nationale Grondtrustee Amsterdam (2)

103. De NGA, 'de trustee', beheert en bewaart onroerend goed dat te haren name staat ingeschreven. Ze voert dit beheer in het belang en voor rekening van certificaathouders, ten bewijze van welk belang aan deze laatsten certificaten worden afgegeven. Deze stukken zijn ondertekend door een directeur en een lid van de raad van commissarissen van de vennootschap en bovendien gecontrasigneerd door de houder van het enige aandeel B in de vennootschap, die als 'gecommiteerde', als toezichthouder, wordt aangeduid. Deze gecommiteerde is het Amsterdamsche Trustee's Kantoor NV. De certificaten zijn ingedeeld in groepen; deze groepen kunnen ofwel openstaan voor het beleggend publiek ofwel besloten zijn. Certificaten van open groepen worden aan het publiek aangeboden. Een besloten groep kan soms uit één enkel certificaat bestaan, bijv. wanneer iemand zijn onroerend goed aan de NGA tot beheer heeft overgedragen.

(1) Cijfers bij : P. VAN POUCKE, De Nederlandse vastgoedfondsen, Kreditebank, 1968, p. 5.

(2) De beschrijving die hier volgt is gebaseerd op de mededelingen van VAN DER GRINTEN, Prae-advies, p. 9.

De groep is een zelfstandige eenheid : alle certificaten die ertoe behoren hebben betrekking op hetzelfde, op voorhand bepaalde, onroerend goed, desgevallend dezelfde onroerende goederen. Op dit niveau wordt ook het beheer van het desbetreffende vermogen geregeld. Per groep wordt een gedelegeerde aangeduid, wiens toestemming door de NGA moet verkregen worden voor het vervreemden of bezwaren van het 'groepsvermogen', en die anderzijds ook zelf de trustee kan dwingen het onroerend goed te verkopen of te bezwaren (1).

Alle certificathaouders tesamen, in algemene vergadering, kunnen de houder van het aandeel B verplichten dit over te dragen en hebben, mits bijzondere meerderheid, een zekere zeggingsmacht bij het aanduiden van een nieuwe houder van dit aandeel. Tenslotte behoeft de wijziging der 'voorwaarden van administratie en beheer' de goedkeuring van de algemene vergadering. Certificaten van de NGA kunnen niet worden geroyeerd ; verhandeling vindt zelden plaats (2).

Bij de NGA-figuur vallen bewaarders- en beheerstaak nog samen, bij latere fondsconstructies zullen ze gescheiden worden. Er dient hier evenwel bij aangemerkt dat het NGA-beheer tamelijk beperkt is. Prospectie i.v.m. aan te kopen onroerende goederen (voor de 'open' groepen) geschiedt niet door de NGA zelf maar door de met haar geliëerde Bank voor Grondcertificaten NV, die ook het geld voorschiet voor de aankoop en in ruil de te plaatsen certificaten ontvangt.

(1) Op voorwaarde dat de 'gecommitteerde' zijn toestemming gaf. In dit verband waakt de gecommitteerde over de belangen van de eventuele minderheid bij de certificathaouders, tot de groep behorend.

(2) VAN DER GRINTEN, Prae-advies, p. 9

Door de NGA wordt geen enkel commerciële risico gelopen : de onroerende goederen welke aangekocht worden zijn zelden nieuwe gebouwen zodat ook geen aannemingscontracten moeten worden afgesloten (1). Vervanging van het bestaande vermogen vindt eveneens slechts zelden plaats.

Bij de besloten groepen is de taak van de NGA nog beperkter : het vermogen van zo'n groep, dat bijv. het bestaande vermogen van een toekomstig certificaathouder kan zijn, wordt bij de trustee alleen maar 'op stal gezet' om bijv. moeilijkheden te vermijden die zouden voortspruiten uit een rechtstreekse mede-eigendomsverhouding tussen huidige of latere (ten gevolge van erfopvolging) mede-gerechtigden. Zelfs het gewone beheer kan bij de besloten groepen aan de certificaathouders van de groep toebedeeld zijn, en dit krachtens volmacht vanwege de juridische eigenaar, de NGA. Deze laatste, besloten, fondsen zullen in de toekomst duidelijk vallen onder de bepaling van artikel 3.4.2.2. Nieuw BW, welke de hier gebruikte fiducia-vorm, de eigendomsoverdracht tot beheer of bewaring, rechtskracht ontzegt (2). De door de NV Nationale Grondtrustee Amsterdam opgezette constructie leert ons de verschillende mogelijkheden van de vastgoedcertificering, van beleggingsfondsoperaties, waar de NGA nooit goed aan toe kwam, over vorm van vermogensbeheer tot ingrijpend voorbehoedsmiddel om moeilijkheden bij gemeenschappelijk onroerend goed bezit of bij afwikkelingen van erfenissen te voorkomen (3).

(1) W.C. TREURNIET, Prae-advies, p. 103-104

(2) VAN DER GRINTEN, Prae-advies, p. 25

(3) Interessant in dit verband is de mededeling, gedaan door notaris Mr. E.C. HENRIQUEZ, te Curaçao, over het aanwenden van de certificering aldaar, m.n. bij regelingen t.a.v. goederen die in een latere erfenis zullen vallen. Zie Correspondentieblad, 1964, p. 391-395 en zijn n.a. hiervan geschreven bijdragen in WPNR, nr. 4863-4864 : Vier Trustproblemen, p. 293-296 en 305-306

TABEL I

<u>CERTIFICATEN</u>	<u>BOG</u> (bron : jaarverslag 1967)
* aard	aan toonder / event. openstelling van opnaam
* is in vervanging van verloren c. voorzien ?	ja
* certificaten per particip.	certificaten per participatie, per meerdere particip. en per onderparticipatie <u>NEDERLAND</u> (bron : jaarverslag 1967) aan toonder / event. openstelling van opnaam -stelling ja c. per part. , per meerdere part. en per onderpart.
	<u>VAST GOED</u> (bron : introductiebericht 1968) aan toonder en op naam, inwisselbaarheid van een in ander ja per participatie of per meerdere part.
	<u>IMMOFUND</u> (bron : jaarverslag 1967) aan toonder ja per participatie
	<u>VIB</u> (bron : emissieprospectus 1964) aan toonder ja per part. , per meerdere part., per onderparticipatie
	<u>BREEVAST 1967</u> (bron : jaarverslag 1969) aan toonder ja per part., per meerdere part., per onderparticip.

OPEN-END of
CLOSED --END

BOG

tot 1966 volledig open : regelmatig nieuwe emissies en
 royement mogelijk (oneigenlijk
 royem.)

1966 : opschorsing royementsrecht

1968 : nieuwe statuten : gesloten, maar toch emissie
 mogelijk als aan bestaande
 cert. een voorkeurrecht wordt
 gegeven
 geen royement

NEDERLAND

tot 1964 : royement mogelijk

1964 : geen royement : introductie ter beurs
 regelmatig nieuwe uitgiften op bepaalde tijden

VAST GOED

tot 1966 : volledig open : regelm. nieuwe emissies
 royement mogelijk

in 1966 : royement opgeschorst

nieuwe voorwaarden : regelm. nieuwe emissies
 geen royement

- mogelijkh. voor
 beheerder om
 part. in te
 kopen

IMMOFONDS

volledig gesloten : één emissie per fonds
 geen royement

VIB

beperkt open fonds : regelm. nieuwe emissie
 beperkte royementsrechten

BREEVAST 1967

volledig gesloten : één emissie
 geen royement

- geen inkoop vanwege beheerder

SPREIDING EN AARD VAN DE BELEGGINGEN

	<u>BOG</u>	<u>NEDERLAND</u>
1. spreiding en aard volgens voorwaarden voorgeschreven	- onroerend goed - min. 75 % WKB max. 5 % I max. 20 % L max. 5 % B'	- onroerend goed - min. 75 % WKWi max. 5 % L
W=woningen		
K=kantoorruimten		
Wi=winkelpanden		
B=bedrijfspanen		
L=landelijke eigend.		
I=industriële panden		
B w =bouwterreinen		
G=garages		
2. effectieve spreiding 1967		
a. per projecten	- 79 % W 21 % GB (1)	- 87 % W 13 % GWi (2)
b. per regio	- heel Nederland 27 % Zuid Holl. 21 % N. Brabant 16 % N. Holland 14 % Gelderland	- Randstad Holland en grote pro- jecten in Til- burg, Deventer
c. verhouding :	- <u>164</u> 3564 (3)	- <u>3.730.000</u> 29.797.000
<u>grootste project</u> totale onr. goed. vermogen		
uitgedrukt in taxatie- waarde.		

(1) Berekend a rato verhuurde eenheden

(2) Berekend taxatiewaarde onroerend goed

(3) Berekend in verhuurde eenheden

<u>VAST GOED</u>	<u>IMMOFOUND</u>	<u>VIB</u>	<u>BREEVAST</u>
1. - onr. goed in Nederland	- onr. goed	- onr. goed. = ook aandelen (1)	<u>1967</u> - bepaal- de, in voor- waarden omschreven onroer. goed.
- max. L&B' 20 %	- nihil	- min. 75 % WKWi max. 10 % L&B'	
2.			
a. - vooral woning.	- 1962 75 % W 25 % KWiG - 1963 87 % W 13 % KWi - 1964 A 80 % W 20 % GKWi	- vooral W, ook Wi	- vast bepaalde projecten in 46 % Wi 40 % K 10 % B 4 % W
b. - A'dam, Eindhov- en en, min- der, R'dam	- 1962 : rand- stad - 1963 : ook Groningen en Limburg - 1964 A : A'd., Tilburg, R'd., Vlaardingen, Rijswijk	- geen gegevens	- groot- ste deel : 43 % Z. Holl. 38 % Overijs- sel
c. - <u>11.500.000</u> 23.640.000	- 1962 <u>2.300.000</u> 22.127.000 - 1963 <u>6.000.000</u> 18.716.000 - 1964 A <u>2.900.000</u> 22.519.700	- geen gegevens	- <u>13.384.800</u> 55.000.000

VREEMDFINANCIERING EN
BEZWAREN VAN HET ONROEREND GOED

- | | | |
|---------------------|-------------------|--------------------|
| 1. mogelijk volgens | <u>BOG</u> | <u>NEDERLAND</u> |
| de statuten | - tot 50 % van de | - NEE |
| | laatste taxatie- | wel afschrijvings- |
| | waarde v. h. | rekening |
| | fondsvermogen | |
-
2. Effectieve uit- - 14.325.000
staande leningen 91.457.930
tegenover de
taxatiewaarde v.
d. onroerende
goed.
(inbegrepen, die
welke in voorbe-
reiding, als ze op
de balans voorkomen)

VAST GOED

tot 60 % van de
waarde van bepaald
goed ; max. 50 % v.
d. totale waarde
fondsvermogen

6.718.950
23.640.000

IMMOFUND

NEE
uitz. : tot
60 % v.d. laat-
ste tax.-waarde
v.h. fondsver-
mogen

1962
10.055.062
22.127.000

1963
8.365.075
18.716.000

1964 A
11.633.150
22.519.700

VIB

NEE
wel afschr.-
rekening

BREEVAST 1967

tot 60 % ieder
onroerend goed
max. 50 % tax.
waarde fonds-
mogen

18.850.000 (1)
55.000.000

(1) 18.850.000 opgenomen : daarvan was in 1969 127.041,67
afbetaald

1. De certificaten en de belegging

Raad van Bijstand

(Commissie van Toezicht)

Beheerder

Bewaarder

FONDSVERMOGEN

Participant

104.1. Bij de vastgoedfonds-constructies treden als contractspartners van de certificaathouder twee personen op, een 'bewaarder' -trustee en een directie, de beheerder. De 'voorwaarden van beheer en bewaring' worden tussen hen beide overeengekomen (1) en als contractsbepalingen aan de certificaathouders voorgelegd, gedrukt op het certificaat. Dit certificaat wordt ook meestal door beide, beheerder en bewaarder, ondertekend.

Certificaten luiden aan toonder ; bij één fonds kan men ook certificaten op naam (lees : inschrijven in een naamregister) bekomen terwijl twee andere fondsen in de voorwaarden voorzien dat de mogelijkheid kan opengesteld worden om ook certificaten op naam te emitteren. Hiertoe is in beide gevallen een beslissing van de raad van bijstand vereist, een speciall college, dat bijstand verleent aan de directie en in sommige gevallen, zoals hier, belangrijke beslissingen treft, die dan evenwel niet direct het onroerend goed beheer betreffen. Per participatie, per aandeel aan het fondsvermogen, wordt een certificaat gecreëerd. De meeste fondsen voorzien ook in de mogelijkheid bewijzen over meerdere participaties te emitteren of onder-participatiebewijzen uit te geven.

104.2. Met de uitgifte van certificaten houdt het open of gesloten karakter (in de betekenis : open-end of closed-end) van het beleggingsfonds verband.

(1) Luidens de aanhef van de meeste voorwaarden.

Van open fondsen spreken we wanneer naargelang de vraag naar participatiebewijzen nieuwe stukken worden aange- maakt en uitstaande bewijzen tegen inventariswaarde ('fictieve realisatiewaarde') -tegen geld- kunnen ingeruild worden (oneigenlijk royement : daar bij vastgoedfondsen nooit 'echt' royement kan voorkomen spreken we in het vervolg kortweg van 'royement'). Dit komt in Nederland niet meer voor.

Tot 1966 waren er het BOG en 'Vast Goed' die, naast regelmatige emissies (niet: een voortdurend aanmaken), ook terugkoop van certificaten kenden. Alhoewel handel in certificaten, verkoop en aankoop bij een, al dan niet met het fonds gelieerde, bank veelvuldig voorkwam, werd er op het royement nooit of uiterst zelden een beroep gedaan (1), mede wellicht ook omwille van de royementskosten. In 1965 en 1966 evenwel, toen een algemene verzwakking van de kapitaalmarkt ook de vastgoedmarkt aantastte, werden alleen al voor BOG 3.475 participaties ter royement aangeboden (2) daar de 'inventariswaarde' (berekend naar de geschatte waarde der onroerende goederen) hoger lag dan de 'marktwaarde'. Om aan de royementsaanvragen te voldoen moest het BOG bepaalde activa liquideren. Daarom werd de terugkoop opgeschorst. In de nieuwe voorwaarden werd royement niet meer voorzien. BOG is een gesloten fonds geworden : geen nieuwe emissies en geen royement. Ook bij 'Vast Goed' werd de royementsverplichting opgeschorst en nadien uit de voorwaarden geschrapt. Dit was evenwel niet alleen te wijten aan de conjuncturele royementaanvragen maar ook aan het 'goodwill'-verlies van het fonds ten gevolge van de déconfiture als directie van de bankiersfirma Gebr. Texeira de Mattos c.v.

Tenslotte weze nog vermeld dat 'Nederland' een open fonds was tot bij de aanvraag voor beursnoteringen.

(1) Aldus VAN DER GRINTEN, Prae-advies, p. 10 en 13

(2) Aldus P. VAN POUCKE, art. cit., p. 9

Op dit ogenblik bestaat er in Nederland één beperkt open fonds, verder zijn er drie eenzijdig open fondsen en vier gesloten. Vastgoedfonds voor Institutionele Beleggers (VIB) is beperkt open-end. Nieuwe certificaten kunnen worden geëmitteerd en terugkoop is beperkt mogelijk. 'Nederland' en 'Vast Goed' geven regelmatig nieuwe certificaten uit ter financiering van verdere projecten maar kennen geen royementsverplichting. BOG is in principe gesloten maar de mogelijkheid werd opengelaten om, bij uitzondering en uitsluitend ter financiering van nieuwe projecten, emissies te doen op voorwaarde dat aan de bestaande participaties een voorkeurrecht wordt verleend. Deze drie noemen we eenzijdig open fondsen. De drie Immofunds zijn gesloten : er is slechts één emissie per fonds, beperkt tot een bepaald aantal participaties, en royement is niet mogelijk. Met de opbrengst van de certificaten en hypothecaire leningen - omwille van hun 'hefboomeffect' - worden de gebouwen gefinancierd (1). Uitbouw van het fondsvermogen door het verwerven van nieuwe projecten is krachtens de voorwaarden niet uitgesloten. Fiskale implicaties m.b.t. de reserve, die hiervoor moet aangelegd worden, laten wij daarbij buiten beschouwing. Breevast 1967 is daarentegen zowel m.b.t. de emissie en het royement als wat betreft de projecten gesloten. De onroerende goederen die het fondsvermogen zal omvatten zijn in de 'voorwaarden' bepaald, aankoopprijs inclus. Andere zullen niet worden aangekocht. Handel in certificaten is mogelijk op de beurs, voor de fondsen die notering hebben verkregen, of bij banken, die al dan niet aan een bepaald fonds zijn geliëerd.

(1) Het 'hefboomeffect' werkt hier t.a.v. de intrinsieke waarde van het fondsvermogen.

105. De besproken fondsen beleggen alle in onroerend goed dat in Nederland is gelegen. Bij 'Binnenlands Beleggingsfonds Vast Goed' is dit laatste ook statutair bepaald.

In de meeste voorwaarden vindt men bepalingen m.b.t. de spreiding van de belegging per sector. Veelal wordt gestipuleerd dat minimum 75 % van het vermogen moet bestaan uit woning- kantoor- of winkelruimten. Voor landelijke eigendommen en bouwterreinen wordt een maximumpercentage voorzien. In de praktijk geschieden de meeste beleggingen in de woningsector. Dit bedraagt voor BOG 79 %, voor 'Nederland' 87 % bij de Immofunds respectievelijk 75 %, 87 % en 80 %, bij VIB, dat recenter is, 66 %. Alleen Breevast 1967 vertoont een uitgesproken voorkeur voor de niet-residentiële sector, die ook vaak betere huurprijzen opbrengt : 46 % van de opgenomen projecten bevindt zich in winkelruimten, 40 % in kantoren, 10 % in bedrijfshallen en slechts 4 % in woningen. Geografisch zijn de beleggingen veelal gelegen in 'randstad Holland'. Tenslotte weze nog opgemerkt dat voor 'Vast Goed' en Breevast 1967 de verhouding van het grootste project tot het gehele onroerende vermogen respectievelijk 1/2 en 1/4 bedraagt (1)

- 106.1. Op twee fondsen willen we speciaal de aandacht trekken, niet zozeer omwille van hun realisaties maar omwille van de initiatiefnemers. Het zijn Breevast en VIB.

Breevast 1967 vindt zijn plaats in de groep Bredero. Deze groep, gecontroleerd en gedirigeerd door Verenigde bedrijven Bredero NV omvat een aantal bedrijven in binnen- en buitenland, werkzaam in het gebied van de bouwsector : van 'consulting', projectontwikkeling over grondstoffenfabricage, handel, uitvoering van de projecten tot de financiering toe. Breevast 1976 is opgericht voor de financiering van bepaalde, door de groep opgezette projecten.

(1) Voor nadere gegevens omtrent liquiditeit van de certificaten, hun waardeverloop en de opbrengst van de onroerende goederen, zie P. VAN POUCKE, art. cit., p. 8-13

Beheerder van Breevast is Bredero Vast Goed NV, de financieringsmaatschappij van de groep, terwijl de directie van deze laatste nv is opgedragen aan Verenigde Bedrijven Bredero NV. Bewaarder is een speciaal opgerichte Stichting Bewaarder Vastgoedfonds Breevast 1967, op haar beurt bestuurd door 'De Maatschappij tot bevordering van bouwprojectenfinanciering van de Nationale Investeringsbank (Herstelbank) NV'.

Prospectie _____ Consulting _____ Uitvoering _____ Handel

NV Mij voor
Projectontwik-
keling EMPEO

Bredero's Bouwbedrijf _____
Nederland
(fabricage)

Financiering en Exploitatie

VBB

Bredero Vast Goed NV (33,33%VBB)

Breevast 1967

_____ = 100 % controle van VBB

(10 % VBB, 5 % BVG)

Naast vastgoedfondsen, opgericht door onafhankelijke initiatiefnemers of door met een financiële instelling gelieerde specialisten is ook de Breevast 1967 - formule aantrekkelijk : oprichting door een industriële groep ter financiering van (sommige van) haar projecten. Daarbij moet natuurlijk speciale aandacht besteed worden aan de onderlinge onafhankelijkheid van de beheerder, die de projecten aanvaardt 'uit de hand van de moedermaatschappij', en de bewaarder, die de gelden ter beschikking zal moeten stellen. Bij Breevast is dit al niet zo belangrijk omdat de eventuele belegger over de projecten, die concreet beschreven worden, ook zelf kan oordelen maar anderzijds is het toezicht op de genoemde onafhankelijkheid opgedragen aan de Vereniging voor den Effectenhandel.

106.2. Vastgoedfonds voor Institutionele Beleggers (1) is opgezet door zes initiatiefnemers, w.o. drie pensioenfondsen en verder de Koninklijke Nederlandse heidemij, het voorzieningsfonds van de Kon. Rotterdamse Lloyd NV en de Coöperatieve vereniging 'Draagt elkanders lasten' (verzekeren van begrafenissen voor katholieken). In het introductiebericht wordt gewezen op de beleggingsproblemen van dergelijke institutionele beleggers. De sector van het onroerend goed is voor hen belangrijk om goedrenderende beleggingen op lange termijn te kunnen verrichten. Door nu dit vastgoedfonds op te richten hopen zij hun krachten zo gebundeld te hebben dat ze toegang krijgen tot grotere projecten, zodoende aan investeringskosten-besparing kunnen doen en toch een behoorlijke risicospreiding waarborgen.

(1) Onder institutionele beleggers wordt verstaan de organismen of groepen die krachtens hun doel moeten overgaan tot beleggingen : aldus bijv. verzekeringsmaatschappijen en allerhande 'fondsen'.

2. Het beheer, de bewaring en de centrale-waarborgen voor de certificaathouders

107. Het fondsvermogen wordt bewaard door de bewaarder-trustee, een naamloze vennootschap of stichting, te wiens name de onroerende goederen worden ingeschreven, bij wie het onroerend goed wordt 'geparkeerd' of 'gestald'.

Ook de gelden, voortkomend van de certificatenverkoop, en - veelal - ook die welke voortkomen van de verkoop van fonds-goederen worden op een rekening van de bewaarder geplaatst. Het beheer wordt gevoerd door de directie. Deze beslist welke onroerende goederen zullen worden aangekocht en kan zich in haar taak laten bijstaan door de raad van bijstand of andere deskundigen. Zij verzorgt ook de exploitatie van de tot het fonds behorende onroerende goederen. De administratie wordt ofwel gevoerd door de directie (bijv. Breevast) ofwel door de bewaarder (bijv. 'Vast Goed' en VIB) of nog, wordt verdeeld tussen die twee (bijv. Nederland). Aan de directie wordt doorgaans een raad van bijstand toegevoegd, die in het algemeen een raadgevende functie heeft en soms - voor welomschreven gevallen - over een beslissende stem of een vetorecht beschikt. Voor één fonds, 'Nederland', is er naast de raad van bijstand een uit dit laatste college gekozen commissie van toezicht, die tot taak heeft een meer geregeld toezicht op de beheerder te houden. Bij 'Vast Goed' voert de raad zowel op de beheerder als op de bewaarder een toezicht.

In alle voorwaarden is ook voorzien dat de boeken gecontroleerd worden door een onafhankelijk accountant, aangesteld door de beheerder, met goedkeuring van de raad van bijstand.

108. Het beheer zelf van de fondsen is een vrij beheer, vergelijkbaar met de 'managed trusts'. Alleen Breevast 1967 is een 'fixed trust', waarbij de beheerder verplicht is bepaalde goederen aan te kopen en geen andere.

Niettemin is ook voor de fondsen met vrij beheer een regeling uitgewerkt die als resultaat moet hebben dat fondsverrichtingen slechts in het belang van de beleggers gebeuren. Deze bescherming is als volgt georganiseerd.

- 108.2. In de eerste plaats vindt men in de voorwaarden bepalingen omtrent de samenstelling van het fondsvermogen : het pakket woon-, winkel- en kantoorruimten in dat vermogen is aangeduid met een minimumpercentage en het aantal landelijke eigendommen en bouwterreinen met een maximum. Aankoop van immobiliën is de fondsleiding slechts toegestaan voor zover dit door haarzelf bepaalde evenwicht niet verstoord wordt. De sanctie op een overtreding van deze regeling bestaat hierin dat de bewaarder zijn medewerking voor het verwerven van dergelijke beleggingsobjecten zou weigeren. Hij zou het nodige geld niet ter beschikking stellen en weigeren de vereiste rechtsbehandelingen te stellen. De beheerder zal een voorgenomen belegging, die tegen het evenwicht zou indruisen, niet kunnen uitvoeren. Zo hij toch reeds tot contracteren was overgegaan dan is dit geschied voor zijn eigen rekening en risico en niet voor rekening van het fonds. Er moet wel worden aangemerkt dat in de meeste voorwaarden ontsnapingsclausules m.b.t. de geciteerde regeling te vinden zijn : de beheerder kan dan deze minimum- en maximumbepalingen overschrijden mits toestemming van de raad van bijstand en / of van de bewaarder.
- 108.3. Een tweede punt is de taakverdeling tussen beheerder en bewaarder. Deze taakverdeling heeft twee redenen van bestaan. De eerste reden is te vinden in de zojuist beschreven vetorecht-werking van de bewaarder-functie. De medewerking van de bewaarder is vereist voor de belangrijkste fondsverrichtingen. Hierbij weze onmiddellijk duidelijk dat hem geen appreciatiebevoegdheid toekomt m.b.t. de opportuniteit van de door de beheerder genomen

beslissing. Over zijn vetorecht beschikt hij - in het algemeen- wanneer beslissingen van de directie zouden indruisen tegen de 'voorwaarden' en - in het bijzonder - wanneer hem dit krachtens de 'voorwaarden' uitdrukkelijk verleend wordt.

Een tweede reden is de vrijwaring van het fondsvermogen tegen beslagleggingen van crediteuren die geen 'zaak' -crediteuren zouden zijn, wier vordering niet zou betrekking hebben op het fondsvermogen of de eigen fondsactiviteit zelf. De bewaarder heeft geen andere activiteit dan het 'parke-ren' van trustvermogen. Vaak wordt als bewaarder een stichting of nv opgericht die alleen maar het vermogen van één welbepaald fonds (bijv. de drie bewaarder-nv's voor de drie Immo-funds). Deze bewaarder maakt slechts schulden m.b.t. het fondsvermogen, in het belang der beleggers. Andere, persoonlijke, schuldeisers voor andere activiteiten heeft hij niet. De beheerder daarentegen, een beleggingsspecialist die aan prospectie moet doen, zal de gespecialiseerde kennissen, waarover hij moet beschikken, niet economisch kunnen aanwenden voor één beleggingsfonds.

Meestal zal het gaan om een financiële instelling, die ook op andere gebieden werkzaam is en meteen dus ook andere schuldeisers kan hebben, die op zijn gehele vermogen hun schuldvordering kunnen verhalen. Tot dit 'gehele vermogen' zou ook het beleggingsvermogen, dat eigenlijk aan de certificaathouders toekomt, behoren, indien dit vermogen niet ten name van de bewaarder maar ten name van de beheerder zelf zou staan.

Om hun afspraak dat het fondsvermogen enkel in het belang van de participanten kan aangehouden worden, ook tegenover derden te doen gelden, hebben sommige initiatiefnemers- beheerders en trustkantoren - in de 'voorwaarden' een bepaling opgenomen, inhoudende dat de onroerende goederen ten name van het trustkantoor zullen ingeschreven

worden, ofwel met aantekening dat vervreemding ervan slechts toegelaten is met medewerking van de directie (zoals in de voorwaarden voor 'Nederland' is gesteld), ofwel 'op zodanige wijze dat hieruit (uit de inschrijving) blijkt dat de bewaarder voor het fonds handelt en dat over de goederen slechts wordt beschikt door de bewaarder met inachtneming van de statuten en met de medewerking van de beheerder en de raad van bijstand ('Vast Goed'). In de voorwaarden van Immofund kan men lezen dat uit de inschrijving ten name van de bewaarder zal moeten blijken dat de gezamenlijke participanten gerechtigd zijn tot de belegging.

Volgens VAN DER GRINTEN mist dergelijke aantekening in de kadastrale legger rechtskracht. Vooreerst is de registerambtenaar niet verplicht een dergelijke aantekening te doen en, zou hij ze al doen, zou de rechtsbevoegdheid van de bewaarder hierdoor niet beperkt worden. De eigenaar kan op deze manier immers niet zijn rechtsbevoegdheid beperken (1). Wel is de stelling te verdedigen dat wie van de bewaarder een goed verwerft, wel wetende dat die tegen zijn bevoegdheden in optreedt, dat die derde onrechtmatig handelt tegenover de participanten. Evenzo handelt een beslaglegend schuldeiser onrechtmatig wanneer hij beslag legt op het fondsvermogen voor andere dan fonds-schulden, en - natuurlijk als voorwaarde - dat terwijl hij van de trust-opdracht op de hoogte was.

Vermelden we tenslotte bij deze taakverdeling dat hij drie fondsen (die beursnotering hebben) de bewaarder van zijn onafhankelijkheid tegenover de beheerder zal moeten doen blijken voor de Vereniging van de Effectenhandel. Bij andere fondsen zijn eveneens bepalingen nopens deze wederzijdse onafhankelijkheid opgenomen, dit om de regeling van het vetorecht der bewaarder niet tot een karikatuur te maken.

(1) Prae-advies, p. 54

- 108.4. Als derde element in de beheersregeling is er de instelling van de raad van bijstand (bij 'Vast Goed' : 'raad van toezicht' genoemd ; bij Breevast 1967 is er geen dergelijk college). Deze raad is een - doorgaans onafhankelijk - college, waarvan de leden gezocht worden in de financiële wereld of in de middens van onroerend-goed deskundigen. Het aantal leden varieert tussen drie en zeven. In de 'voorwaarden' vindt men twee benoemingswijzen. Bij BOG en 'Nederland' worden nieuwe raadsleden benoemd door de beheerder, onder goedkeuring van de andere raadsleden. Bij 'Vast Goed', Immofund en VIB worden nieuwe leden benoemd door de vergadering van participanten, uit een lijst voor elke vacature twee kandidaten bevattend - voorgedragen door de andere leden van de raad ('Vast Goed'), de beheerder en de bewaarder samen (Immo-fund) of door de beheerder alleen (VIB). De voorgedragen lijst heeft een bindend karakter maar dit kan teniet gedaan worden door een meerderheid van tweederden der certificaathouders ter vergadering, die zich ertegen verzetten. Doorgaans worden de leden van de raad benoemd voor drie jaren en treden ze volgens een door de raad zelf te bepalen rooster af. Zij zijn meestal wel herkiesbaar. De raad benoemt in zijn midden een voorzitter en een secretaris. Vergaderingen worden gehouden telkens een lid dit nodig acht. Stemmen geschiedt bij gewone meerderheid.

TABEL II

OVERZICHT VAN DE BESLISSENDE BEVOEGDHEDEN VAN DE RAAD VAN BIJSTAND

1. GOEDKEUREN EMISSIES	BOG	Nederl.	VG	IMMO	VIB
- emitteren van nieuwe participatiebewijzen : goedkeuren of voorwaarden vaststellen	x		x	x	x
- emissie van bewijzen op naam goedkeuren	x	x			x
2. BEWAKEN VAN HET FONDSVERMOGEN					
- toestemming voor aan- en verkoop onroer. g. desgevallend 'meewerken' bij deze verrichtingen		x	x x	x x	x x
- goedkeuren van speciale beleggingen, buiten de minimum- of maximumpercentages	x				
- goedkeuren van benoeming accountant	x	x	x	x	x
- goedkeuren of mede-vaststellen van de wijze van taxeren van o.g. desgevallend nieuwe taxatie eisen	x	x	x x	x x	x x
- toestemmen in het aangaan van leningen			x		x
- beslissen, in twijfelgevallen, of bepaalde kosten ten laste van fondsvermogen vallen	x	x			x
- beslissen, bij onenigheid, of een door de beheerder aan bewaarder gegeven opdracht in het belang der participanten is			x		
- normen voor de assurantie van het fondsvermogen vaststellen				x	x

3. GOEDKEUREN VAN DE UITKERINGEN	BOG	Ned	VG	IMMO	VIB
- Besluiten, op voorstel van de directie de gerealiseerde winst geheel of ten dele als inkomsten te beschouwen en uit te keren	x	x		x	x
- samen met beheerder bepalen van hoegrootheid van reserves voor toekomstige uitkeringen	x				
- goedkeuren van interim-uitkeringen				x	x
- goedkeuren van reserve voor afschrijvingen	x	x			x
4. ONDERZOEK EN MEDE-ONDERTEKENEN VAN JAARVERSLAG					
- onderzoek doen of laten doen omtrent vermogensoverzicht	x			x	x
- hiertoe inzage in boeken	x			x	x
5. BENOEMING VAN NIEUWE BEHEERDER OF BEWAARDER					
- goedkeuren van het voorstel tot benoeming vanwege de directie, voorstel dat voor de alg. vergadering bindend zal zijn	x	x			
- bevoegdheid voor te stellen aan de vergadering om beheerder te ontheffen uit zijn functie				x	

PRO MEMORIE : HONORERING VAN DE LEDEN VAN DE RAAD

- BOG : vacatiegeld 50 gulden/zitting + kostenvergoeding (dit laatste vast ber.)
- Nederl. : Honorarium vast te stellen tussen beheerder en raad van bijstand, kostenvergoeding voorzien.
- Vast Goed : de raad ontvangt 20 % van wat beheerder en bewaarder samen ontvangen. De honorering van beheerder en bewaarder wordt vastgesteld door de raad en bedraagt voor beide samen 4 per duizend van de taxatiewaarde van het fondsvermogen. Dit bedrag alsmede het 20 % voor de raad mag door deze laatste verminderd worden. Kostenvergoeding is voorzien.

- Immofund : driekwart per duizend van de taxatiewaarde
fondsvermogen.
- VIB : één per duizend van de taxatiewaarde fonds-
vermogen met een maximum van 5 000 gulden per
lid. Kostenvergoeding is voorzien.

De bevoegdheden van de raad van bijstand liggen vooreerst op het vlak van de dosering van nieuwe emissies. Hier-voor is een grondige kennis van de markt der beleggingswaar-den vereist, een kennis waarover de fondsbeheerder als onroerend goed specialist niet vanzelfsprekend beschikt. De deskundigen uit de bank- en financiële wereld, die in de raad zetelen, kunnen de beheerder hierbij helpen, al was het maar omdat ook de 'bankier van het fonds', langs wie de emissie zal geschieden, eveneens in de raad van bijstand vertegenwoordigd is. Een tweede, belangrijke, reden voor de tussenkomst van de raad is gelegen in de bescherming van de belangen der houders van uitstaande participaties. In het systeem waarin de prijs van de participaties overeenkomt met (of gericht wordt naar -) hun inventariswaarde (fondsvermogen gedeeld door aantal uitstaande participaties) is het vaststellen van de waarde van nieuwe certificaten een delicate zaak omdat meteen de waarde van de onroerende goederen wordt vastgesteld. Het gevolg van een onderwaardering van deze onroerende goederen zou zijn dat de oude participaties benadeeld worden tegenover de nieuwe. Om dit te voorkomen zal de raad van bijstand de emissie controleren in het belang van de blijvende certificaathouders.

Een tweede taak van de raad is het 'bewaken' van het fondsvermogen. Meestal zal zijn toestemming moeten verkregen worden voor de aankoop, zeker voor de verkoop, van beleggingsobjecten. Principieel verdraagt de autonomie van het fondsbeheer zulke inrènging niet maar de grote gevolgen, vooral de aanzienlijke financiële implicaties, van de beheerdersbeslissing wettigen het feit dat deze laatste tenminste verplicht zal zijn z'n beleggingspoli-tiek grondig te argumenteren tegenover een onafhankelijke derde, die dan over een vetorecht, geen positief inmen-gingsrecht, beschikt. Evenzo is het bezwaren van het be-staande vermogen voorwerp van goedkeuring van de raad.

Hypotheekleningen kunnen van bij het begin (bij gesloten fondsen) worden aangegaan om zo een hefboomeffect teweeg te brengen ten aanzien van de intrinsieke waarde van het belegde vermogen of kunnen (bij open fondsen) dienstig zijn om tekorten voor nieuwe projecten aan te vullen. In beide gevallen is de invloed op het waardeverloop der participaties aanzienlijk.

Ook met het waardeverloop der participaties verband houdend is de waardering van het onroerend goed. Boven is reeds kort op een gevaar dat hieraan verbonden is, gewezen. Wil men de belangen van de beleggers veilig stellen dan mag deze waardering niet aan de beheerder alleen overgelaten worden. De gevaren van een autonome en vaak door 'feeling' i.v.m. toekomstige evolutie gerichte taxaties kwamen in 1970 duidelijk naar voren ter gelegenheid van sommige internationale - 'off shore' - funds (1).

Bij de meeste fondsen is daarom bepaald dat de raad van bijstand de wijze van waardering van het vermogen moet goedkeuren (of : zelf bepalen) en desgevallend een nieuwe taxatie kan gelasten.

Tot zijn taak als 'bewaker' van het fondsvermogen hoort ook nog het vaststellen van de normen van assurantie der onroerende goederen en het beslissen, in twijfelgevallen, of bepaalde kosten al dan niet in het belang der participanten werden gedaan en dus al of niet ten laste van het fondsvermogen moeten komen.

Een derde taak van de raad is het goedkeuren van de 'dividendenpolitiek' van de directie. De raad zal namelijk beslissen of de gerealiseerde winst op beleggingen geheel of ten dele als 'inkomen' wordt aanzien, zal samen met de directie de grootte van het dividend bepalen alsmede de reserve voor afschrijvingen (voor fondsen waar een afschrijvingsrekening wordt gehouden) en toekomstige uitkeringen. De beslissing om interim-uitkeringen te doen is aan 's raads goedkeuring onderworpen.

(1) Zie hieromtrent : U. EICKE, Investmentfonds in der Baisse, Betriebswirtschaft, 1970, 29-35

Verder zal de raad van bijstand het jaarverslag mede ondertekenen als bewijs dat hij zich met het gevoerde beleid kan akkoord verklaren. Vanzelfsprekend heeft hij in dat geval ook het recht om het bilan vooraf te (laten) onderzoeken. Tenslotte moet hij, in bepaalde 'voorwaarden', zijn goedkeuring hechten aan een eventueel voorstel tot benoeming van een nieuwe bewaarder of beheerder en is aan de voorzitter van de raad het voorzitterschap van de vergadering der participanten opgedragen.

Deze uitgewerkte regeling schept de mogelijkheid dat in het belang van de certificaathouders een degelijke controle op de beheerder wordt gehouden. Uiteindelijk zal echter de integriteit van de beheerder (o.m. bij benoemingen van raadsleden) en van de leden van de raad zelf de kwaliteit van die controle bepalen. Hoezeer deze integriteit voorondersteld wordt blijkt wel uit sommige honoreringsregelingen !

- 108.5. Het vierde element in de beheersregeling ter waarborg van de beleggers is het nazicht van de boeken door een onafhankelijk accountant. Hij zal zijn bevindingen bekend maken in het jaarverslag dat aan de participanten wordt medegedeeld.
- 108 6. Ten vijfde, en ten laatste, is er nog de vergadering van participanten. Zij wordt jaarlijks samengeroepen, na het afsluiten van het werkingsjaar (niet zo bij BOG en 'Nederland'), of wanneer de beheerder, de bewaarder, de raad van bijstand of een grote groep certificaathouders dit verlangt. (Het vereiste quorum certificaathouders dat een vergadering kan doen samenroepen bedraagt $\frac{1}{5}$ bij BOG en Breevast, $\frac{1}{10}$ bij 'Nederland, 'Vast Goed', Inmofund en $\frac{1}{4}$ bij VIB). Naast het verslag van de beheerder en de bewaarder kunnen allerlei punten op de agenda worden geplaatst (1). De algemene vergadering van participanten is niet vergelijkbaar met de geïnstitutionaliseerde aandeelhoudersvergadering der naamloze vennootschap.

(1) Goed te keuren door de raad van bijstand.

Ze is bijna uitsluitend informatief. Beslissingsrechten komen¹ haar slechts uiterst zelden toe. Alleen bij Immo-fund vindt men een bepaling dat de goedkeuring van het verslag de beheerder tot décharge strekt. Bij Breevast 1967 hebben de participanten het recht om zelf deskundigen aan te stellen die het rapport van de beheerder mogen controleren.

Zeer duidelijk blijkt het verschil tussen een participantenvergadering en een algemene vergadering van aandeelhouders m.b.t. twee centrale aangelegenheden, nl. de benoeming van een nieuwe bewaarder of beheerder en de wijziging der 'voorwaarden'.

Normaal wordt een nieuwe functionaris benoemd door de algemene vergadering ('Vast Goed'). Bij BOG en 'Nederland' is de vergadering evenwel slechts gerechtigd toe te stemmen in het voorstel van de beheerder. Gaat ze niet akkoord dan zal de directie een nieuw voorstel doen of tot de liquidatie van het fonds overgaan. Bij Breevast 1967 moet de benoeming van een nieuwe functionaris door de algemene vergadering de goedkeuring dragen van de Vereniging voor den Effectenhandel (bewaken van onafhankelijkheid beheerder-bewaarder).

De wijziging van de 'voorwaarden' kan voor elk fonds slechts geschieden met de toestemming van de beheerder, de bewaarder en de participanten zelf. Uit dit laatste blijkt wel dat de beleggingsfondsconstructie niet gedacht is als vennootschap, waarbij de algemene vergadering de standregelen bepaalt, maar als een driepartijen-overeenkomst die dan ook slechts met toestemming van de drie betrokkenen kan gewijzigd worden. Daarom is ook voor geschillen tussen deze partijen een arbitrageregeling voorzien.

§ 4. De juridische verhoudingen bij het vastgoedfonds

1. De wederzijdse verhoudingen tussen de certificaathouders en de beheerder, de bewaarder en de raad van bijstand.

109. Bij de aankoop van een vastgoedfractiebewijs vertrouwt de belegger een deel van zijn spaargeld toe aan de beheerder en de bewaarder samen met de opdracht dit geld, met dat van anderen die hij niet kent, te beleggen in onroerende goederen volgens de door de beheerder en bewaarder opgestelde voorwaarden. In deze voorwaarden, de beleggingsovereenkomst, wordt aan de organisatie der collectieve belegging gestalte gegeven. Onder meer wordt er in bepaald welke bevoegdheden ieder van de fonds-functionarissen 'claimt' om zijn taak tot een goed einde te kunnen brengen en die hem door de belegger dan ook verleend zullen worden bij de ondertekening van de beleggingsovereenkomst. Aan de bewaarder geeft de belegger aldus opdracht om mede voor rekening van de opdrachtgever de onroerende goederen te 'houden' als eigenaar en alle eigenaarsbevoegdheden in eigen naam maar in het belang van de belegger uit te oefenen. Het gaat hier om een overeenkomst van lastgeving.

Met de beheerder sluit de certificaathouder een overeenkomst van diestverlening. De beheerder zal het beleggingsbeleid bepalen en de exploitatie regelen. Wanneer zijn beslissingen moeten resulteren in rechtshandelingen m.b.t. het fondsvermogen zal hij de juridische eigenaar van dit vermogen, de trustee, instructies geven..

Ook met de raad van bijstand (door VAN DER GRINTEN : 'gecommitteerden' genoemd') treedt de certificaathouder in een rechtsbetrekking. Deze gecommiteerden hebben ieder voor zich een bepaalde taak te vervullen in het belang van de beleggers : een controletaak t.o.v. het gevoerde beleid. Ook hier is van een dienstenverlening sprake. Wanneer de gecommiteerde het beleggingscontract, op het certificaat, mede ondertekent of aangeduid wordt door de certificaathouders zelf dan is het ontstaan van een rechtsband tussen beide duidelijk aan te wijzen.

Wanneer hij door de beheerder wordt aangesteld en met deze de dienstverleningsovereenkomst sluit dan kan die beheerder slechts optreden voor rekening van de beleggers en daar de toekomstige gecommitteerde van deze omstandigheid op de hoogte zal zijn, zal er meteen een rechtstreekse band tussen hem en de certificaaathouders ontstaan. Deze overeenkomsten, door de certificaaathouders met ieder van de functionarissen afgesloten, staan niet los van mekaar : in hun onderlinge samenhang vormen ze het 'beleggingscontract', waaraan elk van hen zijn betekenis ontleent. Dit feit, dat slechts door de samenvoeging van het hele pakket rechtsverhoudingen het gewenste resultaat kan bereikt worden, is door ieder van de partijen erkend bij het toetreden tot de beleggingsovereenkomst en is dus medebepalend voor het toestemmen tot en het uitvoeren van de hulpovereenkomsten.

Aldus zal bijv. aan de lastgeving slechts een einde kunnen gemaakt worden wanneer terzelfdertijd ook de beleggingsovereenkomst beëindigd wordt. De eenheid en de verbondenheid van deze rechtsverhoudingen wordt zeker het duidelijkst naar voren gebracht door dat ze allen in één contracttekst zijn neergelegd, een contract dat door ieder van de betrokkenen éénmaal ondertekend wordt.

110. De bewaarder is in de certificering de centrale figuur : hij is het die deze certificering realiseert door het fiduciair houden als eigenaar van de onroerende goederen en aan de beleggers certificaten te overhandigen die hun economisch belang bij deze goederen bewijzen.
- 110.1. De situatie waarbij de juridisch gerechtigde tot een zaak een ander is dan de economisch belanghebbende komt in het Nederlandse recht vrij vaak voor. (1) Krachtens de wet is dit het geval bij koop-verkoop overeenkomst : wanneer de zaak nog niet geleverd is blijft de verkoper rechtens eigenaar maar de zaak komt voor rekening van de koper.

(1) Voor een uitvoerige beschrijving van Nederlandse fiducia-figuren, zie VAN DER GRINTEN, Prae-advies, p. 21 ; TREURNIET, Prae-advies, p. 70 e.v.

Ook bij de commissie-verhouding doet zich dit voor. Deze situaties ontstaan uit de wet, waarmee hun rechtsgeldigheid alvast buiten twijfel is gesteld, en zijn slechts van voorbijgaande aard. Het zijn bovendien afwijkingen van het normale type van eigendom, waarbij de eigenaarsbevoegdheid en het eigenaarsbelang in één persoon ververenigd zijn. Daarom moet de vraag gesteld worden of partijen, buiten de wet om, dergelijke situatie in hun overeenkomst mogen voorzien en zeker moet de overeenkomst gerechtvaardigd worden wier enige inhoud een permanente splitsing van eigenaarsrecht en eigenaarsbelang is. VAN DER GRINTEN houdt hieromtrent in zijn prae-advies voor (1) dat het gebruik van de fiduciaire rechtsfiguur niet ter vrije beschikking van de partijen staat : er moet een voldoende 'oorzaak' zijn om de fiducia te bezigen.

Bij elk aanwenden van deze figuur moet worden nagegaan of dit gebruik maatschappelijk betamelijk is (2). Aldus heeft de Hoge Raad de betamelijkheid van de eigendomsoverdracht tot zekerheidsstelling van een schuldvordering erkend omdat de partijen een op zichzelf rechtvaardig doel, de bedrijfsinventaris tot zekerheid te stellen van een schuld, op enige andere wijze juridisch niet konden bereiken (3).

(1) p. 22

(2) Aldus zijn interpretatie van de 'geoorloofde oorzaak', die een vereiste voor elke overeenkomst is.

(3) HR, 25 jan. 1929, NJ, 1929, 616, in 't bijzonder p. 620 (Bierbrouwerij-café). Zie eveneens HR, 21 juni 1929 NJ, 1929, 1096. Professor MEIJERS bekampte deze opvatting van de Hoge Raad (Prae-advies Broederschap Notarissen in Nederland, 1936) en stelde de fiduciaire zekerheidsstelling buiten de wet bij de opstelling van zijn nieuw BW (art. 3.4.2.2. lid 3). In 1936, bij zijn prae-advies, toonde Neijers aan hoezeer 'het kwaad (de fiducia cum creditore) ingevreten heeft' aan de hand van een enquête bij de Nederlandse deurwaarders. Als bijdrage tot de discussie omtrent de opportuniteit van het afschaffen dezer fiducia werd, laatstelijk, in 1969, een nieuwe enquête gehouden die de deugdelijkheid en het matige gebruik van de figuur moet aantonen : zie hieromtrent J.A. VREESWIJK, .../...

Ook de fiducia cum amico, waarbij een zaak aan een 'vriend' in eigendom wordt overgedragen opdat deze het zou beheren, werd door de Hoge Raad, althans in één geval, aanvaard (1). Met betrekking tot het geoorloofd gebruik van de fiducia (cum amico) voor vastgoedcertificering kan men de volgende redenering aanhouden. Zeker is dat vastgoedcertificering maatschappelijk nuttig is : op deze wijze wordt aan bescheiden spaarders de mogelijkheid gegeven, in het kader een collectieve belegging, om met weinig geld deel te nemen aan een goed gespreide onroerend-goed belegging.

Hierdoor wordt het onroerend goed bezit langs een neutrale 'doorgever' a.h.w. verdeeld over deze spaarders en wordt het bovendien vlot verhandelbaar gemaakt. Om dit, maatschappelijk betamelijk, doel te bereiken zijn de voor-gegeven rechtsvormen van mede-eigendom en onroerend-goed-venootschap minder geëigend, ten dele omdat het hierbij aan voldoende soepelheid ontbreekt, ten dele ook omdat de fiscale benadering van beide figuren het voordeel van een collectieve belegging aanzienlijk zou verminderen. De fiducia biedt daarentegen de gewenste ruimte voor de bewaarder en de beheerder om de beleggingsfonds-idee te realiseren. Daarom moet het aanwenden van deze figuur geaccepteerd worden. VAN DER GRINTEN geeft nog een verder argument : de rechten van derden worden door het aanwenden van de constructie niet in het gedrang gebracht.

.../...

De toepassing en de werking van de fiduciaire eigendomsoverdracht in de jaren 1935 en 1969, WPNR, 5079, p. 217-222. De opvatting dat de fiducia cum creditore (waarbij verklaard wordt dat de goederen in eigendom worden overgedragen waarna ze onmiddellijk weer in bruikleen aan de overdragende gegeven worden) nog een grotere leugen is dan de traditionele 'grote leugen' vindt men in een noot van H.D. (Drion) onder Bindend Advies 10 mei 1966 van Mr. P. Smits, NJ, 1968, nr. 275 (Noot, p. 231-232)

(1) H.R., 14 juni 1929, N.J., 1434 (Buna-arrest)

'Het geld dat de certificaathouder wenst te beleggen verdwijnt niet uit zijn vermogen maar wordt verwisseld in een vermogensrechtelijke aanspraak, een recht dat verhandelbaar en executabel is'. De fiduciare verhouding, zoals ze bij vastgoedbeleggingsfondsen voorkomt, heeft twee bijzondere kenmerken. Er is vooreerst haar wijze van totstandkoming. Het is niet de eigenaar die zijn zaak in eigendom - tot beheer - aan een trustee overmaakt met het beding dat het economisch belang bij die zaak voor hem zal blijven maar het is de trustee die zelf een zaak in eigendom verwerft en verklaart (1) deze te gaan houden voor rekening van de andere. Deze wijze van totstandkoming is verder niet relevant voor het al dan niet geldig zijn van de rechtsverhouding. (2)

Ten tweede wijkt de bij de beleggingsfondsen geconstrueerde fiducia van het meest voorkomende type af door het 'in drie verdelen' van het eigendoms pakket. Gewoonlijk is er een 'splitsing' tussen eigenaarsbevoegdheid en economisch belang waarbij het beheer en de beschikkingsbevoegdheid samen van de eigenaarsbevoegdheid deel uitmaken en bij één persoon, de trustee, berusten. Bij de Nederlandse vastgoedfondsen is de trustee-taak verdeeld over twee personen, de bewaarder en de beheerder. Eigenaar van het trustvermogen is de bewaarder, maar 'het brain' is de beheerder; volgens de trustovereenkomst neemt deze laatste alle beslissingen welke normaal aan de eigenaar toekomen. Hier moge onmiddellijk aan toegevoegd worden dat er van een eigenlijke 'splitsing' van het eigendomsrecht geen sprake kan zijn. Zakenrechtelijk gerechtigde en bevoegde is alleen de trustee. De taak welke aan de beheerder werd opgedragen en de aanspraak van de gebeneficiëerden op de 'waarde' van het fondsvermogen hebben geen implicaties op zakenrechtelijk gebied.

(1) Deze verklaring geschiedt tegenover de economische gerechtigde.

(2) Deze ontstaanswijze vindt men ook terug bij de 'fiducia cum creditore'. Wanneer ook toekomstige zaken tot zekerheid gesteld worden.
Zie omtrent de vereisten van deze overeenkomst : Bindend Advies, boven geciteerd.

110.2. De taak van de trustee is het 'bewaren' (niet in de juridische zin) van het fondsvermogen voor rekening van de beleggers. In de voorwaarden wordt dit uitgedrukt met een bepaling, luidend dat 'alle voor-en nadelen welke uit het eigenaarschap van het fondsvermogen voortvloeien ten gunste of ten laste van de houders van vastgoedparticipaties komen zodat de bewaarder (en de beheerder) terzake van de juridische eigendom geen enkel commercieel of economisch risico loopt' (1). Naast de principiële belofte dat de waarde van het trustgoed aan de beleggers toekomt, welke belofte verder in de voorwaarden nog concreet wordt geregeld, is de belangrijkste reden van bovengenoemde bepaling een fiscale reden. Door deze verklaring zal de fiscus de beleggers (en niet de bewaarder) als rechtstreekse onroerend goed eigenaars (economische eigenaars) beschouwen en niet als gerechtigden tot een schuldvordering, waarbij de eerste benaderingswijze voor de beleggers gunstiger uitkomt dan de tweede.

Om ook de juridische zekerheid te geven dat de eigendom van de trustee economisch volledig ten goede van de certificathaouders zal komen is het vereist dat de trustee rechtspersoonlijkheid bezit. Een natuurlijk persoon zou voor deze taak niet in aanmerking komen omdat zich allerlei moeilijkheden i.v.m. dood, erfopvolging, enz... zouden voordoen (2).

Bij alle vastgoedfondsen heeft men een speciale vennootschap (bij Breevast 1967 een stichting) opgericht, die niets anders is dan een 'beschutte parkeerplaats' voor het vermogen.

(1) Bij 'Vast Goed', 'Nederland', ImmoFund, VIB en Breevast 1967. Bij BOG treft men een vergelijkbare bepaling aan. Bij Breevast is hier nog indrukkelijk aan toegevoegd 'behoudens zijn (hun) aansprakelijkheid volgens artikel...'.
 (2) Zie ook de redenering in nr. 82

Deze naamloze vennootschappen hebben geen ander doel dan het optreden als juridisch eigenaar. Geen persoonlijke crediteuren van de trustee zullen dus op het trustvermogen beslag leggen. Verder mag de bewaarder, krachtens de voorwaarden, slechts rechtshandelingen stellen m.b.t. dit vermogen voor zover hij dienaangaande instructies heeft ontvangen van de beheerder, desgevallend onder goedkeuring van de raad van bijstand, en conform aan die instructies. Bij BOG is hieraan toegevoegd dat de bewaarder niet verplicht is tot handelingen welke niet in overeenstemming zijn met de voorwaarden. Aangenomen mag worden dat zulks ook geldt voor de andere fondsen, in welke voorwaarden geen dergelijke bepaling is opgenomen. Stellig moet hieraan toegevoegd worden dat de bewaarder de instructies die hij ontvangt alleen mag toetsen aan formele contractsbepalingen (de voorwaarden) en niet over de opportuniteit van beheershandelingen te oordelen heeft.

Een vraag is nu of deze regeling een reële waarborg inhoudt. De maatschappelijk doel-beperking van de bewaarder-nv kan nog wel een tijdje aangehouden worden maar zal haar werking tegenover derden verliezen bij de toepassing van de eerste EEG-richtlijn inzake vennootschappen.

De beperking dat de trustee slechts mag aankopen, verkopen en bezwaren volgens instructie van de beheerder, desgevallend slechts met diens medewerking en met de medewerking van de raad van bijstand, beperkt niet haar externe beschikkingsbevoegdheid, zelfs niet als zulke zou worden opgenomen in de tekst van de inschrijving op de kadastrale legger.

Deze bepaling bestaat slechts in de overeenkomst tussen trustee, beheerder en certificaathouders. Men zou eraan kunnen denken een dergelijke regeling de statuten van de bewaarder n.v. op te nemen. Door de Nederlandse administratie worden beperkingen op de beschikkingsbevoegdheid in die zin dat de medewerking van een 'derde' moet verkregen worden, slechts aangenomen indien deze 'derde' een orgaan van de vennootschap is.

In de huidige structuur van de vastgoedfondsen is dit niet het geval. Men zou er echter wel kunnen aan denken de gecommitteerden van de raad van bijstand als commissarissen in de bewaarder-n.v. aan te stellen en hun medewerking statutair als vereiste stellen voor een geldige beschikking over het vermogen (1). Beschikkingen van de bewaarder zonder medewerking van de gecommitteerden zouden dan ongeldig worden en derden-verkrijgenden van de goederen, waarover beschikt werd, zouden geen eigendom kunnen verwerven. Ook de tegenstelbaarheid aan derden van dit soort statutaire bevoegdheidsbeperkingen, zelfs als ze gepubliceerd zijn, wordt door de eerste EEG-richtlijn teniet gedaan. (2)

Strict juridisch bekeken en daarbij nog geredeneerd vanuit een scherp onderscheid tegenstelbaarheid - niet tegenstelbaarheid bieden deze regelingen niet de vooropgestelde waarborgen.

Men kan hierbij aanmerken dat de situatie, waarvoor de belegger met verzekerd worden, nl. dat de trustee het trustvermogen toch zou van de hand doen en dit in haar eigen belang, een situatie is die wel niet zal voorkomen bij beleggingsfondsen, waarbij soliede Nederlandse groepen betrokken zijn. Bovendien, mocht dit gebeuren dan zal de koper van een tegencontractueel vervreemd goed waarschijnlijk van het fiduciair karakter van de eigenaarspositie der trustee op de hoogte zijn (3) en zou hij door

(1) Een voorstel van VAN DER GRINTEN

(2) Zie over deze richtlijn : J.M.M. MAEIJER, De eerste EEG-richtlijn en de rechtsgeldigheid van de verbin-
tenissen van de Belgische en Nederlandse vennootschap,
TPR, 1969, 27-50

(3) Hij zal immers in het geheim moeten onderhandelen om te vermijden dat de aandacht van de beheerder en de raad van bijstand op de transactie getrokken wordt.

de koop onrechtmatig handelen tegenover de beleggers en tot schadeloosstelling kunnen aangesproken worden door de beheerder, als vertegenwoordiger van die beleggers (1). Een bijzonder grote waarborg is dit laatste nu ook weer niet : er kunnen zich problemen voordoen i.v.m. het bewijs van de omstandigheid dat de derde-koper van de fiduciaire verhouding op de hoogte was, er is verder nog geen zekerheid dat de rechter de genoemde argumentatie zal volgen en tenslotte is het nog de vraag of de bewezen en toegekende schadeloosstelling ook effectief verhaald zal kunnen worden op de derde. De trustee zal, wanneer ze haar boekje te buiten gaat, contractbreuk ten laste kunnen gelegd worden. Om zeker te zijn van haar solvabiliteit in dit geval, en vooral bij kleinere tekortkomingen, dient het eigen vermogen van de trustee-rechtspersoon.

- 111.1. Is de bewaarder de centrale figuur bij de operatie als certificering bekeken, de beheerder is de machtige figuur van het 'beleggingsfonds', als zodanig. Hij beslist over de te volgen beleggingspolitiek, de aankoop en de spreiding van de onroerende goederen, hij stelt contracten op met de aannemers en de huurders. Deze opdracht, die hij gevraagd en toebedeeld gekregen heeft aan en vanwege de beleggers, verloopt concreet als volgt. Na een prospectie neemt de beheerder, al dan niet met medewerking of onder controle van de raad van bijstand, een beslissing en geeft - voor zover deze beslissing rechtstreeks het belegde vermogen aangaat - opdracht aan de trustee ze uit te voeren, d.w.z. de nodige rechtshandelingen te stellen. De trustee is krachtens de voorwaarden verplicht om de gegeven richtlijnen te volgen. Op zichzelf betekent de beheerderstaak het verrichten van allerlei diensten ten voordele van de beleggers, niet het stellen van rechtshandelingen.

(1) Zie de stelling van VAN DER GRINTEN dienaangaande, nr. 48.2.

Nochtans komt het in de praktijk voor dat de beheerder rechtshandelingen verricht, bijv. zelf contracten sluit met aannemers, verzekeraars en huurders. Hij is de 'optredende' figuur van het beleggingsfonds, terwijl de trustee een 'stille figuur' is. Een vraag in verband met het juridisch optreden van de beheerder is de hoedanigheid waarin dit geschiedt. Sluit hij contracten in naam van de bewaarder, die juridisch eigenaar is van het vermogen m.b.t. hetwelk deze contracten worden gesloten of treedt de beheerder in eigen naam op en voor rekening van de beleggers of voor rekening van 'het vermogen' en zulks krachtens de voorwaarden? Het antwoord op deze vraag is zowel voor het materiële recht als voor het procesrecht van belang (1).

In de 'voorwaarden' vindt men hieromtrent niet veel. Er is vooreerst een algemene bepaling luidende dat de beheerder alles mag doen wat hij in het belang van de belegger acht te zijn, en dat de beleggers hem hiertoe volmacht geven (2). Op grond hiervan kan de beheerder in principe optreden in eigen naam en voor rekening van de beleggers, voor zover dit althans verenigbaar is met het feit dat de 'voorwaarden' slechts een overeenkomst zijn tussen de betrokken partijen en dat voor de buitenwereld de bewaarder eigenaar is van het vermogen. Zo zal de verkoop van een bestanddeel van het vermogen slechts door de bewaarder-eigenaar of door de beheerder, als volmachthouder van de bewaarder, kunnen geschieden. Met betrekking tot de verzekeringscontracten vindt men in sommige voorwaarden een bijzondere bepaling stellende dat deze contracten ten name van de bewaarder moeten worden gesteld (alhoewel de inhoud ervan door de beheerder wordt vastgesteld en onder zijn verantwoordelijkheid).

(1) TREURNIET geeft hieromtrent een paar voorbeelden, Prae-k advies, p. 90

(2) Van volmacht in de eigenlijke zin is geen sprake: de beheerder zal optreden in eigen naam.

Men mag dus aannemen dat de beheerder hier als volmacht-houder van de bewaarder optreedt. M.b;t. de huurcontrac-ten kan men tot eenzelfde conclusie komen op grond van de overweging dat slechts de eigenaar een goed kan verhuren, zij het langs een volmachthouder, een commissionair, om. Wellicht komt deze analyse niet overeen met wat in de praktijk geschiedt en ware vanuit die praktijk een ju-ridische constructie van een 'neutraal of objectbetrok-ken' handelen (1) correcter en tevens gedurfter. De boven voorgestelde oplossing lijkt ons echter beter de voor de verzekering van de beleggersbelangen ingestelde splitsing van beheerderstaak en bewaarderstaak waar te maken. De beheerder neemt de beslissingen, geeft richtlijnen aan de bewaarder, die dan, als de richtlijnen de belangen van de beleggers niet schaden, de nodige rechtshandelingen stelt of, en dat zou dan het meest voorkomen, op zijn beurt aan de beheerder volmacht geeft om die rechtshandelingen te stellen. De controle-taak van de bewaarder komt aldus tot haar recht. Om dezelfde reden, de bescherming van het beleggingsvermogen, lijkt het ons dat m.b.t. de contrac-ten met aannemers moet voorgehouden worden dat de beheer-der optreedt in eigen naam. Stel bijv. dat door de nalatigheid van de beheerder de kosten van een gebouw hoger liggen dan aanvankelijk gepland en ten opzichte van het voorhanden zijnde vermogen verantwoord was. In zulk ge-val zal de bewaarder, volgens de voorwaarden, slechts het bedrag mogen ter beschikking stellen, waarvan de tegen-waarde effectief ten goede van de beleggers komt. Heeft de beheerder echter in naam van de bewaarder gecontrac-teerd dan zal de schuldeiser zijn volledige schuld op het vermogen van de bewaarder, en - zo hij te goeder trouw is - op het beleggingsvermogen kunnen verhalen.

(1) Zie W. van GERVEN, Bewindsbevoegdheid, Brussel, 1962, nr. 129-130, met verwijzingen.

Is de beheerder daarentegen in eigen naam opgetreden dan kan de schuldeiser slechts op zijn vermogen beslag leggen en zal de beheerder, voor het door zijn nalatigheid ontstane surplus, rechtstreeks met zijn eigen vermogen aansprakelijk zijn. Het surplus zal hem immers door de bewaarder niet vergoed worden. In het andere geval zou er natuurlijk voor rekening van de belggers een vordering tot schadeloosstelling in het fondsvermogen komen maar dit is dan een vordering waarbij het bewijs van de nalatigheid der beheerder nog moet geleverd worden door de appellanten. In dit geval berust het risico van een eventuele in olvabiliteit van de beheerder ook op de participanten ; in de voorgestelde oplossing berust dit risico op de mede-contractant, bijv. de aannemer, die het 'in de koop nam' (1).

111. 2. De beheerder zal voor zijn bij het beleid gemaakte fouten aansprakelijk zijn tegenover de certificaathouders. Hiervoor is het van belang dat hij een eigen vermogen heeft zodat het verhaal van de schadeloosstelling ook effectief mogelijk is. Indien de beheerder geen andere taken heeft en een speciaal voor het beleggingsfondsbeheer opgerichte vennootschap is, dan verdient, aldus een voorstel van VAN DER GRINTEN, (2) de constructie van een nv met niet volgestort kapitaal aanbeveling. Het niet volgestorte aandelenkapitaal vervult dan de functie van waarborg (3). Ook andere rechtspersoonlijkheids-figuren kunnen in aanmerking komen voor de beheerderstaak. Dat een natuurlijke persoon deze functie zou opnemen is daarentegen eerder ongewenst omdat dit min of meer onverenigbaar is met de continuïteit van de beheerdersfunctie.

(1) Zie ter vergelijking ; TREURNIET, p. 91

(2) Prae-advies, p. 59

(3) Over de waarborgfunctie van niet-volgestort kapitaal, zie F.W.C. BLOM, Certificering van volgestorte hypotheekbank-aandelen, TVVS, 13, p. 248-252

112. Reeds is erop gewezen dat de certificaathouders ook in een contractuele relatie treden met de leden van de raad van bijstand, een contract dat het verrichten van diensten tot voorwerp heeft. Eenzelfde relatie bestaat er ook tussen de certificaathouders en de bijv. bij 'Nederland' optredende 'derde', wiens aanwezigheid vereist was i.v.m. de introductie ter beurs van deze certificaten. De taak van deze 'derde' bestaat enkel in het contrasigneren van de certificaten wat dan als bewijs moet dienen dat tegenover de effectief uitgegeven stukken een overeenkomstig bedrag werd ingeschreven op de kapitaalsrekening van het fonds. Afgezien van het feit dat de tussenkomst van een notaris als 'derde' verplichtend gesteld werd door de Vereniging voor den Effectenhandel kan de zin van deze instelling ernstig in twijfel getrokken worden. Dat voor deze functie op een notaris een beroep moet gedaan worden verhoogt wellicht het 'decorum' van de emissieprospectus maar hierdoor wordt het belang van de functie ook nogal overtrokken.
113. Een probleem dat in de prae-adviezen van VAN DER GRINTEN en TREURNIET aan bod komt en door beiden op een verschillende manier wordt beantwoord, is de vraag of er een contractuele relatie bestaat tussen de beheerder en de bewaarder. VAN DER GRINTEN stelt dat de wederzijdse relatie van de twee hoofdpersonen berust op hun respectievelijke rechtsverhouding met de certificaathouders en dat er - statisch gesproken - geen rechtsband is tussen de twee. Wanneer het fonds zijn activiteiten ontplooit - dynamisch bekeken - ontstaan er natuurlijk rechtsverhoudingen, maar die zijn dan telkens weer occasioneel. Het gevolg van deze stelling is dat de beheerder een onwillige trustee niet tot nakoming van de gegeven instructies kan verplichten. Deze verplichting heeft de trustee immers tegenover de certificaathouders opgenomen (1). TREURNIET van zijn kant is van oordeel dat er tussen beheerder en bewaarder wel een contractuele lijn te duiden is en dit omdat de voorwaarden van administratie en beheer een driepartijenovereenkomst tussen zijn beheerder, bewaarder en certificaat-

(1) Pagina 52

houders, een drie-partijenovereenkomst die aanvankelijk slechts tussen directie en trustee overeengekomen was en waartoe de certificaathouder nadien is toegetreden.

Deze tweede voorstellingswijze lijkt dus ons de meest aanvaardbare en wel om de aangehaalde redenen. Beheerder en bewaarder hebben samen de voorwaarden opgesteld en hebben in die voorwaarden hun samenwerking ten voordele van de toekomstige beleggers neergeschreven. Dat de beheerder een onwillige trustee niet tot nakoming van de gegeven instructies zou kunnen dwingen is in de praktijk niet houdbaar. Daar de beheerder vanwege de certificaathouders opdracht heeft gekregen om alles te doen wat hij in het belang van de belegging nuttig of nodig acht en dat hij hiervoor mag optreden in eigen naam zal hij ook, krachtens die opdracht, welke niet alleen de certificaathouders maar ook de trustee mede-ondertekend heeft, de bewaarder kunnen vervolgen. Desgevallend kan deze laatste aan de uitvoering van de instructies ontkomen door te bewijzen dat die instructies tegen het belang van de beleggers zullen uitvallen.

Evenzo lijkt het ons dat er tussen de beheerder en de raad van bijstand dezelfde contractuele relatie bestaat. VAN DER GRINTEN staaft zijn mening dat deze contractuele relatie er niet is met het voorbeeld van de naamloze vennootschap waar er evenmin een contractuele band tussen bestuur en commissarissen aanwezig is. Wellicht wordt er inderdaad tussen bestuur en elk der commissarissen geen overeenkomst afgesloten maar dit betekent niet dat er geen rechtsband zou zijn. Deze rechtsband is er o.i. wel omdat beiden functionarissen zijn van dezelfde instelling, de naamloze vennootschap. De juridische 'instelling', die de n.v. is betekent immers dat door één enkele rechtshandeling, meestal een toetreden tot de instelling, een hele reeks van rechten en plichten tegenover diverse personen ten voordele of ten laste van de toetredende komen. Wil men samenwerken en kiest men de rechtsvorm van de n.v. dan komen deze rechten en plichten ipso facto. Zou men een andere rechtsvorm kiezen dan zou men met verschillende contracten de wederzijdse relaties moeten vastleggen.

Nu ontstaan door de benoeming als bestuurder of als commissaris een hele reeks rechtsverhoudingen door de benoeming zelf, zonder dat hij ze alle apart door overeenkomsten zou in het leven moeten roepen. Tot nu toe zijn 'instellingen' enkel in de wet gekend, bijv. huwelijk, adoptie, vennootschap enz... Voor zover het mogelijk is ze ook in de rechtspraktijk te creëren, bijv. door gebruik te maken van een 'contrat-cadre', ligt bij het beleggingsfonds, zoals het in de 'voorwaarden' gecreëerd wordt, zeker de bedoeling voor als een 'instelling' te gaan werken.

2. Het certificaat en de rechtsbetrekkingen tussen de certificaathouders

114. Het recht van de certificaathouders, eigenlijk een hele bundel van rechten, wordt bewezen (certificaten op naam) of verbrieft (aan toonder) in certificaten. In het laatste geval krijgt zo'n stuk het karakter van waardepapier. Met het certificaat als waardepapier worden alle rechten van de vorige houder overgedragen, inclusief het recht op schadeloosstelling, die de vroegere houder nog mocht verwachten (desgevallend kan de prijs van het certificaat aangepast worden). Het belangrijkste recht van de certificaathouder is zijn aanspraak tegenover de trustee, een aanspraak op de geldwaarde van het door de trustee gehouden vermogen. Deze verbintenis van de trustee is ondeelbaar : voor de trustee bestaat zij tegenover de certificaathouders gezamenlijk en elk van deze laatsten kan de vordering uit deze verbintenis instellen (1). Het contract met de trustee, de beheerder en de raad van bijstand is een individuele zaak tussen de certificaathouder en ieder van zijn medecontractanten. De inhoud van het contract met de trustee en de beheerder is echter dat het vermogen, door samenlegging ontstaan, zal bewaard en beheerd worden voor de gezamenlijke certificaathouders.

(1) Aldus Van Der Grinten, Prae-advies, p. 39

Daar het afsluiten van het contract een individuele zaak is, is ook de eventuele schadeloosstelling ex contractu, alsmede het recht op verantwoording en informatie een recht dat aan ieder certificaathouder afzonderlijk toekomt. De certificaathouders hebben ook verplichtingen uit het contract. Een vraag in dit verband is of zij desgevallend, bij tekort aan tegoeden in het fonds om de schulden te betalen, tot deze schulden verder gehouden zijn dan ten belope van het bedrag dat ze 'ingelegd' hebben. In de voorwaarden staat daaromtrent te lezen dat alle baten en lasten van de belegging ten goede, respectievelijk ten laste, van de beleggers komen, zodat in principe ook het negatieve saldo door de beleggers zal moeten gedragen worden. Bij certificaten 'op naam' zal dit kunnen geschieden : de trustee, niet de derdensschuldeisers want de certificaathouders zijn hun debiteuren niet, zal, wanneer zij het bedrag voorgeschooten heeft, het tekort op de certificaathouders kunnen verhalen. (1) Uiteraard kan een dergelijk procédé - dat hopelijk wel nooit zal voorkomen, uitgeschakeld worden door een contractueel beding dat de houders van naamcertificaten niet verder dan ten belope van hun 'inbreng' gehouden zijn. Een dergelijk beding ligt volgens VAN DER GRINTEN steeds vervat in het creëren zelf van certificaten aan order of aan toonder (2). Men kan zulks aannemen of niet aannemen. Aanvaardt men dit niet dan zal het toch tot hetzelfde resultaat leiden als een wel aanvaarden. De vordering die tegenover houders van toonderbewijzen bestaat zal m. B. t. hetgeen de inleg te boven gaat praktisch niet kunnen verzilverd worden (3). Tenslotte weze nog aangestipt dat aan het certificaat stemrecht ter vergadering van participanten verbonden is.

(1) Van Der Grinten, op. cit., p. 34

(2) Prae-advies, p. 34

(3) Er blijft natuurlijk een verschil tussen het 'bestaan' van een vordering en de concrete 'opeisbaarheid' ervan.

115. Voor de baisse op de vastgoedmarkt was voor twee soorten certificaten oneigenlijke royementsmogelijkheid voorzien. Oneigenlijk betekent dat uiteraard niet dat de omruiling kon gevraagd worden van een certificaat in een deel van elk der onroerende goederen maar wel de omruiling in het met het certificaat overeenkomende quotiënt van de inventariswaarde van het vermogen. Deze inventariswaarde (fictieve realisatiewaarde) werd door de fondsdirectie vastgesteld. De wenselijkheid van het verplichtend stellen van zodanig royementsrecht kwam reeds bij de bespreking van de Duitse fondsen (III-Fonds) en de Zwitserse wetgeving ter sprake. Bij het III-Fonds werd royement mogelijk gemaakt omdat het opzet erin bestond een volledig 'open' fonds te creëren. Hiermee werd echt onroerend goed bezit onrechtstreeks mobiel gemaakt. In Zwitserland werd royement verplichtend gesteld ter bescherming van de beleggers die geen inspraak kregen in het gevoerde beleid. Als ze niet meer akkoord gingen met dit beleid dan zouden ze de mogelijkheid hebben hun bijdrage terug te krijgen zoals die bijdrage effectief gestalte had gekregen gedurende de voorbije tijd. Met de beurswaarde voor hun certificaat zouden ze zich niet tevreden moeten stellen. Deze Zwitserse regeling resulteerde uit een getrouwe overplanting van de steeds opzegbare 'Auftrag' sfiguur in het collectieve beleggingswezen.
- 115.1. In de prae-adviezen van VAN DER GRINTEN en TREURNIET wordt het royement als ongepast beschouwd. VAN DER GRINTEN stelt dat hiermee een tijdbom wordt geplaatst onder de vastgoedfondsen. Zolang het goed gaat zal dit geen moeilijkheden bieden maar van zodra de publieke belangstelling voor onroerend goed fondsen afneemt zou een 'run' kunnen ontstaan naar royement en zou de hierop volgende liquidatie van het fondsvermogen niet eens de geschatte realisatiewaarde opbrengen. Bovendien zouden hierdoor de belangen van de beleggers die het fonds 'trouw blijven' ernstig geschaad worden.

Deze argumentatie raakt echter niet de vraag of royement al dan niet gewenst is. Wel wordt terecht aangetoond dat een ongebreideld royementsrecht gevaarlijk kan zijn. Wanneer men echter van oordeel is dat een terugtrekken van de opdracht vanwege de belegger noodzakelijk is in het belang van diens bescherming, dan kan de verdere discussie enkel gaan omtrent de modaliteiten waarin de royementsaanvraag kan geschieden. In dit verband is het juist te stellen dat een onbelemmerd royementsrecht een valse zekerheid geeft. De beleggers zullen inderdaad niet altijd de geschatte realisatiewaarde van het certificaat terug kunnen krijgen. Het tijdbomeffect kan evenwel, zoals de meeste nadelen van een 'run', vermeden worden door aan de fondsdirecties toe te staan tijdelijk het royement, bij te veel aanvragen, op te schorsen en zulks onder controle van een onafhankelijk organisme (bijv. in Zwitserland : de bankkommissie). Deze toezichthouder zal dan moeten uitmaken of de ophoping van aanvragen een toevallige en aan het fondsbeleid vreemde zaak is, in welk geval ter ondersteuning van het fonds een opschorsing kan toegestaan worden die lang genoeg zal duren om een conjuncturele 'run' op te vangen. Blijkt daarentegen dat de omruilingsaanvragen het gevolg zijn van een slecht beleid dan zal de toezichthouder slechts deze regeling goedkeuren die een partiële of gehele liquidatie van het fonds in voor de beleggers optimale omstandigheden waarborgt. Een goede royementsregeling zal dan geen 'tijdbom' zijn voor een vastgoedfonds. Indien evenwel de marktsituatie ertoe zou leiden dat de interesse voor vastgoedfondsen zou afnemen dan, zo lijkt het ons, hoeft men de directies ook niet te beschermen tegen deze - vooropgesteld : normale - desinteresserings. Bij deze fondsconstructies, waarbij de beleggers geen inspraak hebben, is het hun verleende uittredingsrecht tenslotte de 'stok achter de deur' voor een slecht beleggingsbeheer.

115.2. Het prae-advies van TREURNIET lijkt ons correcter. Na vastgesteld te hebben dat een uitboedeling voor de certificaathouder niet opgaat daar deze geen mede-eigenaar is maar een persoonlijk recht heeft, duidt de prae-adviseur op de consequenties van een al dan niet verlenen van een omruilingsrecht tegen inventariswaarde (1). Afgezien van het uitschakelen van eventuele liquiditeitsmoeilijkheden ten gevolge van een 'run' is de belangrijkste consequentie van het niet voorzien van royement en het ter vervanging daarvan verhandelen op de incurante markt (een zelf geconstrueerde of de beurs) dat de inventariswaarde van het certificaat als 'richtwaarde' voor de beoordeling en de verhandeling vervangen wordt door de 'koerswaarde' (2). Zo gaat het certificaat dan gelijken op een aandeel en bij de eigen waardering van de kopers of verkopers zullen ook andere argumenten, bijv. uit de beursindicaties, dan de eigen kenmerken van het concrete beleggingsfonds meespelen. 'De participatie is dan in zekere zin een speculatief papier geworden', aldus TREURNIET. 'Wie daarentegen van mening is dat de participatie het karakter moet behouden van een waardepapier, als ware het een onroerend goed, kan het werken met een basis waarde en royement niet missen. (...) Basiswaarde en marktwaarde vallen dan vrijwel samen en de participant is in wezen een belegger .(3)

(1) P. 100-101

(2) In . . normale tijden kan deze koerswaarde door de fondsdirecties 'bijgestuurd' worden. Meestal is hen in de voorwaarden toegestaan zelf een pakket certificaten te houden.

(3) Ook bij de voorbereiding van de Duitse belegging fondswet werd opgemerkt dat enkel ~~bij~~ open-end fondsen zeker is dat de prijs van het certificaat uitsluitend van de waarde van het vermogen afhangt en niet nog eens een tweede maal geëvalueerd wordt door het spel van vraag en aanbod. Daarom werd de open-end formule aangehouden (closed-end fondsen mogen alleen ter keuze verhandeld worden -BR.DRUCKSACHE 489/68, p. 19.)

115.3. En met dit beleggen is het toch allemaal begonnen. Hoe moet men anders de fondsreclame waarmaken die stelt dat door vastgoedfondsen ook de kleine spaarder de mogelijkheid krijgt om, zoals de grote vermogensbezitter, in onroerend goed te beleggen ; de waarde van het vermogen komt deze laatste rechtstreeks toe terwijl de waarde van hetzelfde vermogen, toebehorend aan een beleggingsfonds, slechts door een 'dubbele filter' bij de certificaathouders zou komen. Enerzijds is dit vermogen getaxeerd volgens de normen van de vastgoedmarkt en door de fondsdirectie zelf (taxatie door de rentmeester !) en verder zou het nog eens gewaardeerd worden, volgens andere normen ditmaal, door de beursnotering (of door de markthouder van een zelf georganiseerde markt). Op het vlak van het fondsbestuur is een hele regeling uitgewerkt die de beleggers moet beschermen tegen over- of onderwaardering van het vermogen door de directie. Men kan zich dan afvragen of veel van deze regeling, die tenslotte de beleggers moet beschermen -desgevallend tegen zichzelf- niet verloren gaat op de beurs, die zelf haar waardering kan maken zonder zich aan uitgebalanceerde normen i.v.m. onroerend-goed-taxatie te houden. Tijdelijke aantrekkingskracht of desinteresse voor vast goed - dikwijls nog onrechtstreeks, nl. door desinteresse of 'run' naar andere waarden - kunnen de waarde van het certificaat ter beurs doen stijgen of dalen terwijl een gematigde en stabiliserende fondsdirectie in zulke omstandigheden geen reden zou zien om de waarde van de activa te gaan aanpassen.

Beursnotering zelf speelt tenslotte een belangrijke rol bij de subjectieve waardering van het certificaat door de aspirant-koper of -verkoper. Als beursoperatie staat de aankoop of verkoop van een certificaat naast transacties met aandelen en andere dan beleggingswaarden. Directe referenties met spaarbankboekjes, spaarplannen, deposito's kasbons en eigenlijke onroerend goed belegging ontbreken

op de beurs. Biedt men daarentegen de certificaten aan in instellingen, die rechtstreeks met beleggingsadvies te maken hebben dan zijn de referenties naar andere spaar- en beleggings- formules er wel.

116. Relaties tussen de certificaathouders zijn er weinig, tenminste wanneer men de gegeven fondsconstruc^tie aanvaardt en er geen maatschap in ziet zoals de Hoge Raad (zie onder). In het aisluiten zelf van de beleggingsovereenkomst met het fondspersoneel komt een relatie tussen de beleggers niet naarvoren. De inhoud van de overeenkomst herbergt daarentegen wel een collectief element : van alle certificaathouders afzonderlijk hebben de bewaarder, de beheerder en de raad van bijstand een opdracht ontvangen om het met de gelden van alle beleggers samengestelde beleggingsvermogen te bewaren en te beheren en -voor de raad van bijstand- toezicht te houden op het gevoerde beleid, dit alles voor rekening en in het belang van de gezamenlijke beleggers. De genoemde contracten houden ondeelbare prestaties in zodat de certificaathouders ten aanzien van deze prestaties als schuldeisers van ondeelbare verbintenissen optreden. De trustee zou bijv. niet een vermogensfractie welke aan één enkel belegger 'toekomt', goed kunnen bewaren en een andere fractie niet. Overigens wordt zodanige vermogensfractie nooit aanwijsbaar : zij bestaat slechts ideëel, als berekeningswijze voor het deel van het jaarlijkese netto-provenu en van het liquidatie-saldo dat aan de beleggers wordt uitbetaald. De verbintenis tot uitkering van de opbrengst is daarentegen wel deelbaar en past in het kader van de louter individuele overeenkomst tussen certificaathouder en fondsleiding. Zo ook de schade-loosstelling en het recht van de belegger - de opdrachtgever - op verantwoording en informatie vanwege zijn opdrachthouder. Wat dit laatste betreft hoeft de belegger

zich dan ook niet tevreden te stellen met het verslag dat de fondsleiding mondeling op een vergadering zou naar voren brengen, vergadering waarop de belegger niet aanwezig was. Om zekere beslissingen vanwege de beleggers, als schuldeisers van een ondeelbare verbintenis, te vergemakkelijken werd door de beleggingsovereenkomst een vergadering van participanten ingesteld. Aan deze vergadering is ook de bevoegdheid opgedragen de 'voorwaarden' te wijzigen.

3. Het arrest van de Hoge Raad, 10 januari 1968 (1)

117.1. De relatie tussen de certificaathouders onderling werd ter discussie voorgelegd in de procedures welke tussen 1960 en 1969 (m.b.t. een ander punt : tot 1970) door Algemene Fondsen Unie NV, Criterium NV, Sussex Beheersmij NV, en Brenca NV als bewaarders en beheerders van een viertal beleggingsfondsen tegen de Ontvanger van directe belastingen te Amsterdam werden ingespannen. In de vier parallelle gevallen waren de feiten als volgt.

Door twee nv-en, die respectievelijk als beheerder en bewaarder voor een beleggingsfonds zouden optreden, waren bij notariële acte 'voorwaarden van beheer en bewaring' opgesteld voor het fonds en werd tevens vastgesteld dat een aantal participaties waren uitgegeven. Hieromtrent werd op verzoek van de Inspectie Registratie en Successie te Amsterdam (waar de acte was verleden) aan deze een verklaring afgeleverd. Ook nadien werden, eveneens op verzoek verklaringen gedaan nopens de op dat ogenblik uitstaande participaties. Hierop vorderde de administratie een kapitaalsrecht van 2,5 % (2);

-
- (1) NJ, 1968, nr. 134, p. 497-511 met noot van G.J.S. (SCHOLTEN), FED, art. 46 : 1 (15 febr. 1968), met noot A.J. van SOEST, BNB, 1968, 81 met noot SCHUTTEVAER. Zie eveneens A. VAN OVEN, Overzicht van Nederlandse rechtspraak, Vennootschapsrecht (I), WPNR, 5052, p. 357-358. De gehele procedure is ook weergegeven in een nota Recente rechtspraak, Kapitaalsrecht, N 22-1-1970, vanwege het Instituut Belastingrecht van de K.U. te Nijmegen, met noot N.
- (2) Bij de eerste heffing van registratierecht werd door de administratie een percentage van 0,75 % aangehouden. In de verdere procedure kwam dit ter discussie. De nv-en beweerden dat dit een 'overeengekomen' percentage was, stelling die de rechtbank niet volgde.

te berekenen op het bedrag van de uitstaande deelbewijzen, welk bedrag - na een dwangschrift - betaald werd.

De administratie steunde zich hierbij op artikel 46 van de Registratiewet 1917, dat een registratierecht te heffen stelt op 'akten van oprichting van naamloze vennootschappen, commanditaire vennootschappen op aandelen en andere vennootschappen welker kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld'. Meer bepaald wordt, aldus de fiscus, door de notariële acte, waarvan boven sprake, een burgerlijke maatschap op aandelen opgericht, welke maatschap onder de omschrijving van artikel 46 valt (1). Dit werd door de beheers- en bewaarder-nv-en bestreden en zij vorderden, ten behoeve van de participanten, het gestorte bedrag terug.

De ontvanger van directe belastingen voerde ter staving van zijn stelling het volgende aan. Vastgesteld kan worden dat de participanten, door het kopen van een deelnamebewijs, zich onderwerpen aan de bepalingen van de notariële acte, waarin hun rechten en plichten worden geregeld, dat iedere participatie recht geeft op een evenredig deel in het vermogen, dat de revenuen - na aftrek van de kosten - aan de participanten worden uitgekeerd, dat er een vergadering van participanten is die met een meerderheid algemeen bindende beslissingen kan treffen en dat het beheer en de bewaring is opgedragen aan twee nv-en. Dit is de inhoud van de 'voorwaarden' en hieruit blijkt toch wel dat het gaat om een acte van oprichting van een maatschap, niettegenstaande dat woord niet gebruikt wordt. Immers, de participanten brengen bepaalde bedragen samen (inbreng) met het oogmerk om het uit de samenwerking gesproten voordeel te delen.

(1) Door de nv-en werd dit betwist. Zij hielden voor dat 'vennootschap' een bijzondere vorm van maatschap zou zijn, nl. een maatschap tot uitoefening van een bedrijf onder gemeenschappelijke naam. 'Vennootschap' in art. 46 RW 1917 zou dan ook in deze zin moeten verstaan worden. Zo er dan al een maatschap zou zijn tussen participanten, dan zou er toch zeker van een 'vennootschap' geen sprake zijn. De rechtbank van Amsterdam is hier uitvoerig op ingegaan en tot de conclusie gekomen dat burgerlijke maatschappen wel onder deze bepaling vielen. Het Hof te 's Gravenhage waarnaar de zaak - na de procedure voor de Hoge Raad - werd verwezen, steunde deze opvatting. De begrippen maatschap en vennootschap worden door mekaar gebruikt, stelt het Hof. Zeker was dit zo ten tijde van het opstellen van de registratiewet 1917. .../...

Subsidiar stelde de ontvanger dat, zo de voorwaarden zelf niet als acte tot oprichting zouden worden beschouwd, dan toch als oprichtingsacte zou moeten aangemerkt worden het 'opstellen van die voorwaarden' in samenhang met de nadien genomen participaties. (1)

Van de zijde der beleggingsfonds-directies werd daartegen aangevoerd dat er tussen participanten onderling geen enkele contractuele band was, en zo die al zou aangenomen worden, dat er alleszins van maatschap geen sprake kon zijn. De participanten werden immers niet betrokken bij het opstellen van de voorwaarden en krachtens die voorwaarden is hen het recht ontzegd het fonds te ontbinden, welk recht ze in een contractuele verhouding zeker zouden bezitten. Ieder participant afzonderlijk heeft slechts een aanspraak tegenover de trustee, een aanspraak op een evenredig deel in de realisatiewaarde van het vermogen. Op dit vermogen zelf, dat in eigendom van de trustee blijft, heeft de participant geen enkel recht.

117.2. De rechtbank te Amsterdam aanvaardde de primaire stelling van de ontvanger (2). In hoger ber ep werd door de naamloze vennootschappen uitvoeriger ingegaan op de ontstaanswijze van mogelijke relaties tussen de beleggers onderling.

Voorgehouden werd dat door het storten van bijdragen en het goedkeuren van de voorwaarden de beleggers wel een overeenkomst afsloten, ieder voor zich met de beheerder en de bewaarder.

.../... Onder het begrip 'vennootschappen' in deze wet vallen dus ook de burgerlijke maatschappen en hierbij is het onverschillig of zij al dan niet een bedrijf uitoefenen.

(1) Nog subsidiair: indien ook deze stelling niet zou aanvaard worden, dan zou alleszins moeten aangenomen worden dat er een situatie geschapen werd, die zo erg op die van artikel 46 geleek dat de zin en de strekking van de wet zouden miskend worden moester geen registratierecht geheven worden (fraus legis vanwege de nv-en).

(2) Op 15 juni 1965.

Hieruit kon misschien wel een verhouding tot de andere participanten ontstaan, participanten die dezelfde bijdragen stortten en dezelfde voorwaarden aanvaardden, maar aan deze verhouding viel zeker geen overeenkomst als grondslag aan te wijzen, althans geen maatschapsovereenkomst. Zo ontleent het instituut van de algemene vergadering, aldus het argument, zijn ontstaan niet aan een overeenkomst tussen toekomstige deelnemers aan zodanige vergadering, maar wel aan de samenwerking tussen ieder participant en de naamloze vennootschappen. De bevoegdheid om te vergaderen komt niet voort uit een overeenkomst tussen participanten maar deze bevoegdheid krijgt de participant uit zijn contract met de beheerder en de bewaarder.

- 117.3. Het Hof te Amsterdam ging met deze stellingen akkoord. Het verklaarde dat er tussen participanten geen overeenkomst was gesloten, veroordeelde vervolgens de Ontvanger tot teruggave van de ontvangen kapitaalrechten. Daarop werd de zaak door de fiscale administratie voor de Hoge Raad gebracht. Het middel luidde als volgt ; 'door het toetreden van participanten tot het fonds, treden ze niet alleen in een rechtsbetrekking tot de naamloze vennootschappen maar ook met mekaar, nu ze immers krachtens dezelfde voorwaarden gezamenlijk, in evenredigheid tot hun participatie, gerechtigd zijn tot het kapitaal van het fonds en de opbrengsten daarvan, en bevoegd zijn, m.b.t. het fonds, in vergaderingen beslissingen te nemen, waaraan allen gebonden zijn.' Hun toestemming in die overeenkomst met elkaar zou, steeds volgens de fiscus, geschieden door het toestemmen in de bedingen welke door de fondsdirectie ten behoeve van de andere participanten gemaakt werden.
- 117.4. De procureur-Generaal ging met deze argumentatie niet akkoord maar stelde dat, zo een overeenkomst rechtsbetrekkingen met derden in leven riep, rechtsbetrekkingen nog niet impliceerde dat men met de ander een overeenkomst had afgesloten.

Als voorbeeld voerde hij het volgende aan. Iemand die een onverdeeld aandeel koopt en geleverd krijgt treedt daardoor in een rechtsbetrekking met de andere onverdeelde eigenaars. Dit volgt echter niet uit een contract met die anderen maar die rechtsverhouding is de reflex van het recht dat hij krijgt vanwege de verkoper van het onverdeelde aandeel.

1175. De Hoge Raad daarentegen oordeelde dat de argumenten van de ontvanger gegrond waren. Vooropgesteld dat de feitelijke gegevens omtrent de inhoud van de notariële acte juist en onbetwist waren, meende de Hoge Raad dat het Hof, veronderstellingsgewijze 'had moeten oordelen dat door het toetreden van de participanten tot het fonds, door storting van de gelden daarin tegen uitgifte van participaties en aanvaarding van de voorwaarden, door ieder participant afzonderlijk, tussen hen een overeenkomst tot stand kwam, waarbij twee of meer personen zich verbinden om iets in gemeenschap te brengen met het oogmerk om het daaruit ontstane voordeel met elkander te delen, en dus een maatschap, als waarop artikel 1655 BW het oog heeft'. Dat verder 'voor het tot stand komen van zodanige overeenkomst niet vereist is dat de participanten zich rechtstreeks tot elkaar richten doch voldoende is dat zij afzonderlijk hun wil tot deelneming in het gezamenlijk kapitaal onder de (evenvoormelde) voorwaarden kenbaar maken door het nemen van een participatie op de wijze als voor ieder fonds in de desbetreffende notariële akte is voorzien'.
- Het argument van de Procureur-Generaal en het daaraan toegevoegde voorbeeld kon de Hoge Raad niet overtuigen. In casu ging het nl., aldus de Hoge Raad, niet om een overeenkomst die voor gevolg had dat rechtsbetrekkingen tot anderen ontstonden maar die het ontstaan van die rechtsbetrekkingen tot doel had ('met het oogmerk'), betrekkingen die dan voldoende elementen inhielden om ze - veronderstellingsgewijze - als maatschap te kwalificeren (1).

(1) Zie de noot van G.J.S. in de Nederlandse Jurisprudentie, 1968, p. 511

Het Hof te 's Gravenhage, waarnaar de zaak verwezen werd hield dezelfde stelling aan (1). Ten aanzien van de vraag of er i.c. sprake was van een 'kapitaal geheel of gedeeltelijk in aandelen verdeeld', overweegt het Hof dat de fondsen door de plaatsing van de participaties een geplaatst kapitaal hebben. Niet relevant is hierbij dat de activa van de fondsen ten name van de participanten of ten name van een administratiekantoor zijn geplaatst (2). Beroep in cassatie tegen dit arrest van het Hof - m.b.t. de interpretatie van 'het in aandelen verdeeld kapitaal' - werd door de Hoge Raad verworpen op 4 maart 1970 (NJ, 1970, nr. 228, p. 616-630). De draagwijdte van dit arrest van de Hoge Raad (1968) is moeilijk te bepalen.

- 118.1. Een voorafgaandelijke aanmerking, wellicht relevant, is te vinden in de aanhef der conclusies van de Procureur-Generaal. Daar wordt gesteld dat niet aan de orde is de vraag of er uiteindelijk tussen de participanten een maatschap is tot stand gekomen, m.a.w. of er een maatschap bestaat, maar wel of het opstellen van de 'voorwaarden', al dan niet in samenhang met de nadien gestorte gelden voor participaties, als het oprichten van een maatschap kon aangewezen worden. Niet op het bestaan van een maatschap is immers registratierecht verschuldigd maar wel op de acten van oprichting. De vraag zoals ze hier gesteld wordt komt niet veel voor. Meestal moet in een procedure aangetoond worden of ontkend, vaak tegen contractsbepalingen in, dat er een maatschap bestaat, waarbij dan de feitelijke gedraging beslissend zal zijn, m.n. het feitelijk samenwerken en het delen in de winst.

(1) Hof 's Gravenhage, 22 mei 1969, FED, Reg. art. 46 : 3

(2) Volgens A.J. van SOEST (FED) loopt het Hof hier al te gemakkelijk heen over de gelijkstelling van het begrip 'geplaatst kapitaal' (een klaar begrip bij nv-en) en het door middel van participaties samengestelde vermogen.

De vraag kan gesteld worden of het antwoord van de Hoge Raad anders zou geluid hebben in zo'n procedure, waar dan m.n. op het ontbreken van een feitelijk samenwerken van de participanten zou gewezen kunnen worden. Dit feitelijk samenwerken komt in de vereisten voor maatschap, zoals omschreven in artikel 1655 BW, niet voor. Door de rechtsleer en rechtspraak wordt het daarentegen sterk benadrukt en m.n. als criterium genomen om maatschap te onderscheiden van andere vormen van 'samenbrengen en delen', als daar zijn, potovereenkomst en participatiecontract ! (1)

- 118.2. De rechtbank van Amsterdam, hierin bevestigd door de Hoge Raad, stelde vast dat participanten aan een beleggingsfonds 'een gemeenschappelijk kapitaal bijeenbrachten teneinde, door het doen beleggen daarvan, gemeenschappelijke winsten te behalen'. Door de naamloze vennootschappen werd daarentegen een beroep gedaan op het participatiecontract. Het zou bij een beleggingsfonds enkel gaan om de openstelling van een gelegenheid voor willekeurige beleggers tot het zonder meer delen in de winsten (2), welke onafhankelijke derden, die volgens hen eigenaren van de gestorte bedragen zouden zijn, pogen te behalen.'

Vooreerst gaat het dus, volgens de nv-en om willekeurige beleggers, wat een eerste contra-indicatie voor een maatschapsovereenkomst zou moeten zijn, aangezien deze laatste een contract 'intuitu personae' is. Vervolgens duidt de wending 'zonder meer delen in de winst die onafhankelijke derden (3) pogen te behalen' op het eigen kenmerk van het participatiecontract, nl. de afwezigheid van een gemeenschappelijk doel en de afwezigheid van samenwerking.

(1) Zie ASSER-KAMPHUIZEN-VAN ANDEL, Bijzondere Overeenkomsten, p. 467

(2) Vergelijk hiermee Meijers' artikel 3.6.2.7. 'Wie anderen laat delen in de opbrengst van door hem op eigen naam verkregen effecten....'

(3) Die i.c. geen derde is maar contractspartij.

Zonder met hem samen te werken heeft de geldschieter bijv. een aandeel in de winst bedongen, die de ontlener zal behalen. Nu is dit argument eigenlijk niet ten volle ter zake : het wil immers aantonen dat er geen maatschapscontract voorligt tussen participant en beheerder en bewaarder. Maar dit was niet de stelling van de rechtbank. Wel neemt deze aan dat er tussen participanten onderling, beheerder en bewaarder uitgesloten, een maatschapscontract bestaat. Wat dus blijkbaar volgens de rechtbank geschiedt is dat de participanten geld samenbrengen en dit dan aan een derde overmaken met de opdracht het te beleggen.

(Er weze dan een participatiecontract tussen de 'certificaathouders als vennootschap' en de beheerder). Deze derde krijgt evenwel alle bevoegdheden toegewezen.

Dat dientengevolge aan de participant nog wienig eigen bevoegdheden overblijven verhindert niet, aldus de rechtbank, om hem als vennoot te beschouwen, 'nu hij door het instituut van de algemene vergadering op contractuele basis met zijn mede-vennoten verbonden blijft en met hen allen een gezamenlijk kapitaal in economische eigendom bezit.

- 118.3. Vooral het instituut van de algemene vergadering was voor de rechtbank doorslaggevend om van een maatschap te spreken : participanten konden er immers met een meerderheid beslissingen treffen die voor allen bindend zouden zijn. Nu is het wel de vraag of deze vergadering inderdaad moet gezien worden als de emanatie van het samenwerken, i.c. en samen beslissen, van vennoten, m.a.w. of het instellen van de vergadering van participanten enkel maar wijst op een maatschapsrelatie tussen hen.
- Dit lijkt ons echter niet het geval. Ook als men de stelling aanvaardt die de beheerder en de bewaarder in het geding aankleefden, de stelling welke ook bij VAN DER GRINTEN en TREURNIET is terug te vinden, dan wordt het instellen van een vergadering noodzakelijk.

Voorgehouden wordt dat ieder participant afzonderlijk een contract afsluit met de beheerder en de bewaarder maar dat sommige verplichtingen van deze twee laatsten tegenover de hele groep van certificaathouders opgenomen zijn, dat de eruit volgende prestaties ondeelbaar zijn. Dan geldt ook principiëel de regel dat bij een ondeelbare verbintenis ieder crediteur afzonderlijk het recht heeft om bijv. te aanvaarden dat een andere schuldenaar de verplichtingen overneemt. Daarbij is de crediteur die zulks aanvaard heeft tegenover zijn mede-crediteuren verantwoordelijk. Het is echter evident dat deze regeling bij een beleggingsfonds, waarvan ca 50.000 à 150.000 participaties zijn uitgegeven - en er dus evenveel mogelijke crediteuren zijn - onhoudbaar is. Gesteld dat de bewaarder van zijn taak wil ontlast worden en de beheerder een voorstel tot vervanging doet, tot wie zal hij zich dan richten (met bovendien de moeilijkheid i.v.m. toondercertificaten) die de nodige verantwoordelijkheid om vervanging goed te keuren op zich zou willen nemen? Daarom o.m. is er de instelling van een vergadering nodig, waar dan een meerderheid van de participanten zich positief ten opzichte van de aanvaarding van een nieuwe crediteur zal moeten uitspreken. Contractueel heeft ieder afstand gedaan van zijn eigen recht om alléén tot aanvaarding van een nieuwe schuldenaar over te gaan of op voorstel van de directie nieuwe voorwaarden van beheer te aanvaarden.

Ieders recht wordt dus beperkt door het bepalen dat meerderen voor zulke beslissing nodig zijn, waarbij er dan natuurlijk - voor het geval in deze groep onverdeeldheid zou heersen - gesteld wordt dat van de samengekomenen de meerderheid beslist.

De algemene vergadering van vennoten is iets anders. Principiëel moeten beslissingen als het herzien der statuten en de benoeming van een nieuwe beheerder door allen samen genomen worden.

De regeling is hier evenwel dat wie ter algemene vergadering verschijnt mede in naam van de afwezigen zal stemmen. De vergadering wordt geacht een algemene vergadering te zijn. Het stemrecht van de individuele vennoot is, bij een vergadering waar niet iedereen aanwezig is, niet beperkt maar uitgebreid. Wil men zo'n algemene vergadering voorzien buiten de gevallen die in de wetten worden geregeld dan zou iedereen door het aanvaarden van die instelling aan alle anderen gezamenlijk vertegenwoordigingsmacht gegeven hebben.

- 118.4. In verband met de vergadering van participanten vond de rechtbank het vooral relevant dat deze het fonds zou kunnen ontbinden.

Ook de naamloze vennootschappen vonden dit element van het dossier belangrijk. Ten aanzien van het eerste beleggingsfonds waarbij ze betrokken waren gaven ze de procedure op omdat in de voorwaarden van dit fonds de genoemde ontbindingsbevoegdheid aanwezig was. De voorwaarden van de volgende fondsen voorzagen deze mogelijkheid niet en hier persisteerden de nv-en. De rechtbank was evenwel van oordeel dat de participanten onrechtstreeks tot liquidatie konden overgaan daar ze de bevoegdheid hadden een onwillige trustee, de ontbindingsbevoegde, van zijn taak te ontlasten (op eigen initiatief ?) en een ander te benoemen die wel tot liquidatie zou geneigd zijn. Deze - onrechtstreekse - liquidatiebevoegdheid was blijkbaar van groot gewicht.

In de mate waarin dit doorslaggevend was voor de opinie van de rechtbank zou haar oordeel anders kunnen luiden bij een geding omtrent de tot nu toe in dit hoofdstuk besproken publieke fondsen. In dezer voorwaarden is geen liquidatiebevoegdheid en geen bevoegdheid om de trustee of de beheerder af te zetten, ingeschreven. (1)

(1) Dit recht om de trustee te ontslaan is een 'ultimate control' E.C. HENRIQUEZ, eemt aan dat dit decisief was om van een maatschap te spreken maar stelt eveneens dat de andere Nederlandse fondsen in welke voorwaarden geen dergelijke bevoegdheid was ingeschreven dien ten gevolge NIET niet als maatschap kunnen beschouwd worden. Het beleggingsfonds maatschap of participatieovereenkomst WPNR, 5130, p. 229 - 232

Aan de andere kant kan natuurlijk het ontbreken van deze bevoegdheden op zichzelf nooit een bezwaar zijn om, bij een duidelijke maatschapsovereenkomst, het bestaan van deze laatste te ontkennen. Eenmaal de overeenkomst als maatschap aangemerkt, zou men ertoe moeten besluiten dat een liquidatie - ondanks contractuele bepalingen - toch mogelijk blijft, bijv. bij ernstige onenigheid tussen de vennoten.

119. SCHOLTEN maakt in zijn annotatie van het arrest van 10 januari 1968 de opmerking dat de vraag of er al dan niet een maatschap gesloten is, mogelijkerwijze kan opgelost worden door na te gaan of er een gebonden gemeenschap is ontstaan. Bedoeld wordt een gebonden zakenrechtelijke verhouding. Zo ja, dan is er maatschap - aldus tenminste het Duitse recht. Dit rechtssysteem onderscheidt in het BGB de 'Gesamthand' en de 'Gemeinschaft nach Bruchteile'. 'Gesamthandverhältnisse' kunnen alleen in de door de wet aangegeven gevallen ontstaan, w.o. de burgerlijke vennootschap. De 'Gemeinschaft nach Bruchteilen' kan wel buiten de gevallen van de wet ontstaan, maar, aldus een door SCHOLTEN geciteerde mening van PALANDT, kan niet voorliggen wanneer het om een 'Zweckgemeinschaft' gaat. Daarom heet de 'Bruchteilengemeinschaft' in de literatuur ook 'schlichte (toevallige) Gemeinschaft'. Nu is zeker juist dat als er een 'Gesamthand' - verhouding tussen participanten zou kunnen herkend worden er dan ook een maatschapsovereenkomst aanwezig zou zijn. Het tegenovergestelde, nl. dat als er een 'Bruchteilengemeinschaft' aanwezig is, er zeker van maatschap geen sprake kan zijn, is als stellingname betwist. Het hele betoog van E. MARTINI, gesteund op een door de auteur geïnterpreteerde opvatting van LARENZ, en weergegeven in het hoofdstuk over de Duitse vastgoedfondsen (III-Fonds), leidde tot de opvatting dat de vennoten ener maatschap mogen afwijken van de type-regeling van hun patrimoniale verhoudingen en de regelen betreffende de 'Gemeinschaft nach Bruchteilen' hiervoor mogen aanwenden i.p.v. de 'Gesamthand'.

Een onderzoek naar de bepalingen die in de 'voorwaarden' als relevant zouden kunnen bevonden worden voor het genoemde onderscheid kan dus leiden tot de volgende conclusies : 1) is er 'Gesamthand' -verhouding, dan is er maatschap ; 2) is er geen 'Gesamthand' -verhouding dan zal men op grond van deze vaststelling alleen niet tot een definitief antwoord kunnen komen. Dit onderzoek kan evenwel m.b.t. de Nederlandse vastgoedfondsen, o.i. althans, tot geen afdoend resultaat leiden. In de eerste plaats is de Duitse stelling m.b.t. de verhouding 'Gesamthand' -maatschap niet zomaar in het Nederlandse recht over te planten. Uit de overwegingen van VAN ANDEL (1) in 'Bijzondere Overeenkomsten' blijkt dat hij tenminste van oordeel is dat in de maatschap geen gebonden maar vrije mede-eigendom aan de orde is en verder, dat deze vraag in Nederland erg omstreden is. Vervolgens vindt men in de voorwaarden geen bepalingen omtrent de bevoegdheid van de maten m.b.t. het gezamenlijke vermogen. Het hele vermogen is zakenrechtelijk eigendom van een derde-beheerder. Deze situatie kan zowel bij de 'Gesamthand' als bij de 'breukdeelgemeenschap' voorkomen. Ook het in de meeste gevallen afwezig zijn van een recht om het onverdeelde aandeel te vervreemden wijst niet eenduidig op een van de twee rechtsfiguren.

120. Het antwoord of er al dan niet een maatschapsovereenkomst tussen de participanten tot stand kwam had in de procedure voor de Hoge Raad voor gevolg dat er al dan niet een registratierecht op het geplaatste kapitaal verschuldigd was.. Of het erkennen van een maatschapsovereenkomst ook verder van belang is, is een andere vraag, waarop o.i. negatief kan geantwoord worden. De regeling in het burgerlijk wetboek laat immers in zo grote mate afwijkingen toe

(1) P. 479-480

van het wettelijk type -als men daar al kan van spreken- dat het erkennen van een maatschapsrelatie niet zoveel dwingende gevolgen meebrengt.

Wel zou het trustvermogen van een beleggingsfonds begrip- matig goed passen als maatschasvermogen. Van een vermogen der maatschap als zodanig kan men ook slechts in de eco- nomische betekenis spreken. De maatschap als zodanig heeft geen vermogen in de zakenrechtelijke betekenis. De ven- noten hebben beheersbevoegdheid m.b.t. de zaken die inge- bracht zijn maar deze zaken staan ofwel in mede-eigendom aan de vennoten ofwel blijven ze juridisch eigendom van wie ze - d.w.z. de volledige waarde ervan- ingebracht heeft. Het 'vermogen' van de maatschap bestaat uit vorderingsrechten met betrekking tot die zaken en vorderingsrechten tussen de maten onderling. (1) Dergelijke situatie doet zich ook voor bij beleggingsfondsen en bij de trust-instelling in het algemeen. Hiermee is niet betoogd dat de maatschapscon- structie globaal een bruikbare vertaling van de trust-instel- ling zou zijn. Wel wordt erop gewezen dat de interne re- latie tussen vennoten met de beherend vennoot, die eigenaar is van de zaken, waarvan de 'waarde' aan de maatschap, i.c. aan de anderen, moet toekomen, dat deze relatie, als juridi- sche techniek een aanwendingsmogelijkheid is voor de trust. De externe relatie van de maten en de beherende vennoot- eigenaar tot derden is dat evenwel in veel mindere mate. Bovendien werd met interne relatie alleen bedoeld de tech- niek van een obligatorisch gebonden zakenrechtelijk be- voegde en niet het samenwerkingsaspect, grondslag van de maatschap.

Als juridische techniek biedt de maatschapsrelatie geen bruikbaar alternatief t.a.v. de constructie zoals gebe- zigd door de beschreven vastgoedfondsen en geanalyseerd door VAN DER GRINTEN en TREURNIET.

(1) ASSER- KAMPHUIZEN - VAN ANDEL, Bijz. Overeenkomsten, p. 477 - 478

De erkenning als maatschap brengt geen relevante veranderingen teweeg en betekent geen betere beveiliging van de beleggers. Medezeggingschap van de maten en controlebevoegdheid kunnen immers herleid worden tot alleen-zeggenschap van de beheerder en een rekeningen-voorleggen van deze laatste. Bovendien blijft de beheerder-eigenaar gerechtigd om de zaken die te zijnen name staan te vervreemden zonder dat de mede-vennoten het desgevallend contractueel onbevoegd zijn van de beheerder tegen het zakenrechtelijk wel bevoegd zijn zouden kunnen inroepen.

Ook hier kan de door VAN DER GRINTEN vooropgestelde regel aanwending vinden dat derden-verkrijgenden te kwader trouw onrechtmatig zouden handelen tegenover de beleggers, maar meer ook niet.

Wel een geldig alternatief zou de rechtsvorm van de naamloze vennootschap zijn. Reeds in de inleiding tot dit hoofdstuk werd erop gewezen dat de nv in Nederland zeer ver kan gaan in de beperking van de zeggingsmacht van de aandeelhouders, resp. certificaaathouders en dat anderzijds aandelen kunnen ingekocht worden. Ook de contractuele, hier statutaire, onbevoegdheid van de beheerder zou, langs de wet en de statuten, een zekere 'derdenwerking' kunnen bekomen (1). Het economisch mede-gerechtigd zijn van de beleggers zou tot zijn recht kunnen komen in de positie als aandeelhouders. Ook werd gemeld dat velen in Nederland omtrent de beleggingsfondsen vennootschapsmatig denken (2) en dat het enige obstakel de fiscale last op de nv-figuur leek te zijn.

-
- (1) In de mate dat zulks verenigbaar zou zijn met de eerste EEG-richtlijn inzake vennootschappen.
 - (2) Zie bijv. de vragen van Prof. Maeijer bij de bespreking van de prae-adviezen van Van Der Grinten en Treurniet, Corr. Blad, 1964, p.370-373

Professor NOUWEN stelde op de Maastrichtse vergadering van notarissen (1) in dit verband dat men i.p.v. gekunstelde constructies te maken beter de onroerend goed fondsen zou opdoeken, ze omvormen tot naamloze vennootschappen en ijveren voor een vrijstelling van vennootschapsbelasting voor deze beleggingsinstellingen. Professor W.J. SLAGTER (2) vond dat dit 'wel amusant klonk, maar niet geheel realistisch'.

4. De wet vennootschapsbelasting 1969 (3)

a. Het vroegere stelsel voor beleggingsmaatschappijen

121. In het Besluit Vennootschapsbelasting 1942 werd, als bijzondere regeling van de 'deelnemingsvrijstelling' (4), in artikel 11 een vrijstelling van belasting voorzien ten voordele van effectenbeleggingsmaatschappijen met betrekking tot de door deze instellingen genoten dividenden. Effectenbeleggingsmaatschappijen zijn aldus de Beschikking Beleggingsmaatschappijen (18 december 1947), in Nederland gevestigde naamloze vennootschappen wier doel en feitelijke werkzaamheid zich beperken tot verkrijging, bezit, het beheer en de vervreemding van effecten.

(1) Corr. Blad, 1964, p. 394-396

(2) Certificering van onroerend goed, TVVS, 7, p. 146

(3) Uitgave Vakstudie XC, Deventer, Wet op de Vennootschapsbelasting 1969 (wetsgeschiedenis), suppl. 7, bewerkt door G. SLOT, p. 115-120. Voorontwerp Beschikk. Beleggingsinstell. p. 182-185. Verder werd gebruik gemaakt van een 'mededeling' (aan de studenten) van Prof. L.J.M. NOUWEN, Vennootschapsbelasting, K.U. Nijmegen, 1968. Zie voorts : Prof. M.V.M. van LEEUWE, Beleggingsinstellingen, NV. p. 150-152

(4) Of dit zo is, is controversieel. Zie : L.J.M. NOUWEN, art. cit., p. 3, alwaar het arrest Hoge Raad, 20 jan. 1966, BNB, 89 aangehaald (ook te vinden in FED, art. 11)

Open of besloten worden zij genoemd naargelang de (meeste) aandelen ervan al dan niet ter beurse genoteerd zijn. Het regime is nu het volgende. Open beleggingsmaatschappijen genieten de dividenden (die reeds eenmaal in de vennootschapsbelasting belast zijn) vrij. Zij mogen bovendien zonder fiscale last een koersverschillenreserve aanhouden. Besloten beleggingsmaatschappijen genieten van dezelfde voordelen op voorwaarde dat zij 60 % van de ontvangen dividenden uitkeren (1). Ook beleggingsmaatschappijen die in andere waarden dan effecten beleggen kunnen, t.a.v. die effectenportefeuille van de vrijstelling genieten. Hiertoe worden deze 'algemene' beleggingsmaatschappijen fictief gesplitst in een moeder en dochter-nv. Onroerend goed beleggingsmaatschappijen genieten dus niet van dit regime.

b. De wet Vennootschapsbelasting 1969

- 122.1. In het ontwerp 1960, zoals gewijzigd door VONDELING-HOEFNAGELS, werd uitgegaan van de volgende idee. Beleggingsmaatschappijen zouden niet belast worden op hun inkomsten wanneer ze een zuivere doorgeef-instelling zouden zijn, alle ontvangen winsten zouden uitkeren. Irrelevant is daarbij waaruit die winsten voortspruiten (2). Geen vrijstelling geniet een nv die niet alle ontvangsten zou doorgeven en een voor de inkomstenbelasting zelfstandig lichaam zou worden door 'oppotting'. Hiermee waren reeds twee grondlijnen van de nieuwe wet uitgetekend : de uitkeringsplicht en de gelijkschakeling van de beleggingswaarden.

(1) Een maatregel tegen het besparen van inkomstenbelastingen via 'oppotting'.

(2) Wel moest het vermogen - in de visie van de voorstellers - voor 50 % uit aandelen bestaan.

Bij het 'Nader gewijzigd ontwerp van wet' (WITTEVEEN-GRAPPERHAUS) werd het begrip 'fondsen voor gemene rekening' ingevoerd. Hieronder wordt verstaan : 'een fonds ter verkrijging van voordelen voor de gerechtigden door het voor 'gemene rekening beleggen of anderszins aanwenden van gelden, mits de deelgerechtigheid in het fonds is belichaamd in verhandelbare bewijzen van deelgerechtigheid (1). (art. 2,2) Zulke fondsen worden in de toekomst voor zover ze 'open' zijn gelijkgeschakeld met naamloze vennootschappen. Anderzijds genieten zij ook, indien ze hiervoor in aanmerking komen, belastingsvrijstelling als beleggingsinstelling. Het nieuwe stelsel kan dan als volgt worden samengevat. Open effectenbeleggingsinstellingen en onroerend goed beleggingsinstellingen zijn geen vennootschapsbelasting verschuldigd op de winst, op voorwaarde dat de gehele winst doorgegeven wordt (die wordt dan bij de uiteindelijke belastingsplichtige in de inkomstenbelasting getroffen). Het verlies dat tijdens een jaar werd geleden mag evenwel in mindering gebracht worden op de uitkeringsplicht van de volgende jaren. Toegestaan wordt een koersverschillenreserve voor effecten en een vervangingsreserve voor onroerend goed aan te leggen. Verder worden stockdividenden en winstbonussen ten belope van hun nominale waarde als dividend beschouwd. De beleggingsinstellingen mogen hun beleggingen alleen financieren met eigen middelen, behoudens, uitzonderlijk met gedeeltelijke hypothecaire kredietfinanciering, en tenslotte - en dit is een vrij belangrijke bepaling - moeten beleggingsinstellingen alvorens het nieuwe stelsel deelachtig te worden alle fiscale claims afrekenen (2).

(1) De bewijzen zij verhandelbaar indien voor vervreemding niet de toestemming van alle deelgerechtigden vereist is.

(2) Deze regeling vindt men in art. 27 NgOW, art. 28 van de uiteindelijke wettekst.

122.2. Door deze nieuwe wetgeving verliezen de beleggingsfondsen hun voordelige fiscale statuut. Anderzijds kunnen ze, indien ze hiervoor in aanmerking komen, van dezelfde voordelen genieten als de beleggingsmaatschappijen. Voor de fiscus zijn de vormen van collectief beleggen in de toekomst neutraal w.b. hun juridische constructie. Anderzijds zijn ze als collectieve belegging fiscaal te onderscheiden van de individuele belegging, m.n. door het fiscaal verschillend behandelen van kapitaalwinsten. Voor de individuele belegger zijn deze niet aan belasting onderworpen, voor participanten in een beleggingsfonds wel. Twee redenen zijn hiervoor. In de eerste plaats worden deze winsten door de participant ook als gewone inkomsten ervaren. Zonder mededeling van de beleggingsfondsdirectie zou de deelnemer ze immers niet kunnen onderscheiden van andere inkomsten (1). Een andere reden is dat 'bij collectieve beleggingen steeds een beroep gedaan wordt op de deskundigheid van derden om tot een zo hoog mogelijke kapitaalaanwas te komen' (2). Deze kapitaalaanwas is 'hetwerk' van de beleggingsinstelling : hier gebeurt in dit verband meer dan een 'doorgeven'. Door de fiscale benadering worden de Nederlandse beleggingsinstellingen ook economisch van andere - vooral buitenlandse - collectieve beleggingen onderscheiden. 'Capital funds' en 'Leverage funds', waarbij respectievelijk de intrinsieke kapitaalaanwas of het hefboomeffect van vreemde middelen t.o.v. het eigen kapitaal wordt beoogd, worden door de kapitaalwinstbelasting c.q. het vreemdfinancieringsverbod in zekere mate van de Nederlandse markt geweerd. Natuurlijk kunnen ze toch hun werkzaamheden ontplooiën, maar dan moeten ze vennootschapsbelastingen betalen.

(1) Memorie van Antw. blz. 15 rk, in Vakstudie, p. 116, e
 (2) Van LEEUWE, art. cit., p. 151

Voor onroerend-goed-maatschappijen die nu bestaan is er nog een bijkomend probleem. De meesten daarvan hebben nog andere activiteiten dan die welke in de vennootschapsbelastingwet als enig doel van beleggingsinstellingen mogen gelden. Willen zij van het nieuwe gunstige regime genieten dan zullen die andere activiteiten naar een dochtermaatschappij moeten overgeheveld worden. Van LEEUWE drukte in dit verband de hoop uit(1) dat zulks fiscaal geruisloos zou kunnen geschieden.

Wat alleszichs niet geruisloos zal kunnen geschieden is de verkrijging van de nieuwe status voor alle beleggingsinstellingen. Alle stille reserves zullen moeten afgerekend worden. Hierop kwam nogal kritiek omdat aldus verre claims voor het volle pond zullen moeten afgerekend worden. Vele leden van het Nederlandse parlement vonden dat dit prohibitief zou kunnen werken. De regering was evenwel een andere mening toegedaan. Bij het beëindigen van niet-beleggingsactiviteiten moeten toch, aldus de regering, voldoende liquide middelen vrijkomen om deze belasting te betalen. Bovendien zal de minister wel een termijn willen toestaan om hieraan te voldoen. Tenslotte zou zonder deze bepaling de overgang (2) al te aantrekkelijk worden.

(1) loc. cit.

(2) Die in se dan toch al niet zo zwaar is, aldus een uitleg van de Nadere Memorie van Antw. blz. 19 rk en blz. 20. Bovendien kan de overgang niet tegen de wil van de beleggingsinstelling geschieden. Valt deze onder de wet wat haar doeleinden betreft, ze kan er nog aan ontkomen door niet alle winst uit te keren. (Mondel. Overleg, II, vraag 46 b)

INHOUDSOPGAVE VOLUME 1

	pag.	nr.
INLEIDING.	1	1
LIJST VAN GEBRUIKTE AFKORTINGEN.	21	
HOOFDSTUK I. DE DUITSE VASTGOEDFONDSEN.	23	14
§ 1. Vastgoedfondsen in vennootschapsvorm.	26	15
a. De vennootschap.	33	18
b. De deelnemers.	34	19
c. Fiscale behandeling van de 'Hausbesitzbrief'.	39	21
Appendix bij § 1. Vastgoedleasing fondsen in commanditaire vennootschapsvorm.	44	22
§ 2. 'Treuhand'-fondsen of 'Hausbesitz nach Bruchteilen.'	53	28
a. Organisatie van de belegging.	59	30
b. Een 'Vormerkung'.	59	31
c. De certificaathouders.	61	32
d. Het certificaat (Das Anteilschein).	63	33
§ 3. 'Mede-eigendomsfondsen'.	67	34
A. De 'mede-eigendomsfondsen voor de wet van 1969.'	67	35
a. 'Das Vierecksprinzip' in de beleg- gingsorganisatie.	69	37
b. De organisatie van de belegging.	70	38
c. De relatie tussen de beleggers onderling.	77	40
d. Inhondelijke aflijning van de rechten uit een aandeel.	84	42
e. Het certificaat.	86	43
f. De rechtspositie van de beheers- vennootschap en de 'Treuhänder'.	92	44

B. Het 'Gesetz zur Aenderung und Ergänzung des Gesetzes über K.A.G. und der Gewerbeordnung.	94	45
a. De beheersmaatschappij.	95	46
b. Het beleggingsvermogen.	96	47
c. Het beheer van het beleggingsvermogen.	98	48
d. Depotbank.	101	49
e. Het expertencomité.	102	50
f. De certificaten ('Anteilscheine')	103	51
g. Terugnameverplichting.	109	53
h. Fiscale behandeling van het fondsvermogen en de opbrengsten.	110	54
§ 4. Duitse reglementering m.b.t. de buitenlandse beleggingsfondsen.	112	55

HOOFDSTUK II. VASTGOEDFONDSEN IN ZWITSERLAND: Het 'Bundesgesetz über die Anlagefonds'.

§ 1. De Zwitserse beleggingsfondsen en het tot stand komen van de wet van 1966.	121	58
§ 2. Elementen van het beleggingsfonds.	126	60
a. Een beroep op het publiek.	127	61
b. De overeenkomst voor collectieve belegging.	128	61
1. De bescherming van de beleggers bij de fiduciaire opdrachtsfiguur.	129	62
2. De bescherming van de beleggers bij de mede-eigendomsconstructie.	133	63
3. De wet van 1966.	144	66
c. De risicobeperking.	147	67
d. Het beheer door een derde.	148	68
§ 3. De beheersfunctie.	151	
a. De fondsleiding.	151	
1. De vereisten.	151	69

2. Het beheer.	153	70
3. De directe vastgoedbelegging door de fondsbeheerder.	157	74
b. De depotbank.	160	75
§ 4. Revisie en toezicht, de verhouding tot de Nationale Bank.	165	76
a. Revisie.	167	77
b. Het toezicht door de Bankcommissie.	168	78
c. De verhouding tot de Nationale Bank.	170	79
§ 5. De rechten van de beleggers.	172	80
§ 6. Bemerkingen bij de Zwitserse wet.	179	81
HOOFDSTUK III. VASTGOEDFONDSEN IN NEDERLAND	190	86
§ 1. Over certificeren.	194	87
§ 2. De rechtspositie bij certificering.	211	94
§ 3. Beschrijvend overzicht van de Nederlandse vastgoedfondsen.	235	102
1. De certificaten en de belegging.	246	104
2. Het beheer, de bewaring en de waarborgen voor de beleggers.	252	107
§ 4. De juridische verhoudingen bij het vastgoedfonds.	265	
1. De wederzijdse verhoudingen tussen de certificaathouders en de beheerder, de bewaarder en de raad van bijstand.	264	109
2. Het certificaat en de rechtsbetrekkingen tussen de certificaathouders.	278	114
3. Het arrest van de Hoge Raad, 10 januari 1968.	285	117
4. De wet vennootschapsbelasting 1969.	298	
a. Het vroegere stelsel voor beleggingsmaatschappijen.	298	121
b. De wet vennootschapsbelasting.	299	122
INHOUDSOPGAVE VOLUME I	303	

PROBLEMEN BIJ DE JURIDISCHE VORMGEVING VAN VASTGOEDBELEGGINGSFONDSEN EN VASTGOEDCERTIFICATEN

Een beschrijvend overzicht m.b.t. België, Duitsland, Frankrijk, Nederland en Zwitserland

KATH. UNIVERSITEIT LEUVEN

Nederlandse afdeling

FAC. RECHTSGELEERDHEID

BIBLIOTHEEK

X 729

Studie, aangeboden als proefschrift tot het bekomen van de wetenschappelijke
graad van doctor in de rechtsgeleerdheid, door

Henri SWENNEN,

doctor in de rechten, aspirant N.F.W.O.,

aan de Katholieke Universiteit te Leuven,

Faculteit Rechtsgeleerdheid.

Hoofdstuk IV. VASTGOEDFONDSEN IN FRANKRIJK

Vastgoedbelegging zoals die in de vorige hoofdstukken economisch werd begrepen wordt in Frankrijk, waar ze niet in belangrijke mate ontwikkeld is, juridisch georganiseerd in de vorm van de burgerlijke vennootschap, zoals geregeld in de artikelen 1832-1873 van het Code Civil (1).

§ 1. De burgerlijke vennootschapsvorm

123.1. Reeds vroeger werd er op gewezen dat de burgerlijke vennootschap voor een gefractioneerde, indirecte vastgoedbelegging een aanwendbare formule kan zijn. Hiervoor werden drie redenen aangegeven. In de eerste plaats biedt de regeling der burgerlijke wetboeken ruimte om maatwerk te maken van de statutaire uitwerking van beheer en controlebevoegdheid. Verder is de afwezigheid van een kapitaalvastheidsvereiste, zelfs de afwezigheid van een beginkapitaal, gunstig voor open beleggingsfondsen die zonder kostbare formaliteiten regelmatige kapitaalsverhogingen en -verminderingen moeten kunnen doorvoeren. Een derde reden is van fiscale aard. De burgerlijke vennootschap is als zodanig geen belasting verschuldigd zodat een 'niet-geamputeerde' opbrengst aan de participanten kan doorgegeven worden, wat minstens de reclame voor belegging in participaties ten goede komt (uiteindelijk zal de opbrengst toch belast worden in de inkomstenbelasting bij de vennoot). Voor Frankrijk komt daar nog een vierde reden bij: de burgerlijke vennootschap heeft van de jurisprudentie de rechtspersoonlijkheid meegekregen (2) zodat het belegde vermogen in eigendom van de vennootschap komt en niet in 'trust' moet gegeven worden aan de beheerder (zoals bijv. in Nederland) of aan alle vennoten in onverdeelde eigendom zou toekomen (wat praktische moeilijkheden oplevert).

(1) Begripsverwarring kan hier ontstaan. Burgerlijke vennootschappen zijn vennootschappen met een burgerlijke activiteit als doe. Zij kunnen ressorteren onder de bepalingen van het C.c. of opgericht worden als handelsvennootschap (L.24.VII.1966, art.1),

Nochtans zijn er in talrijke omstandigheden gevaren verbonden aan het gebruik van de burgerlijke vennootschapsfiguur. De ruimte voor statutaire uitwerking van beheer en medezeggenschap kan immers misbruikt worden. Verder is voor het rechtsgeldig bestaan van deze vennootschap geen beginkapitaal vereist en de plaatsing van aandelen door de oprichters is niet onderworpen aan de voorafgaandelijke controle van een onafhankelijk toezichtsorganisme. Er is geen verplichte en uniforme boekhouding en jaarlijkse balansen hoeven niet te worden opgemaakt en gepubliceerd. Een liquidatieregeling is niet voorzien bij de wet. De vennoten zijn onbeperkt gehouden tot de schulden en de verjaringstermijn tegenover schuldeisers van de vennootschap bedraagt dertig jaar (vijf jaar bij handelsvennootschappen). Voor vele gevallen waarin deze gevaren van het gebruik der burgerlijke vennootschap beschermenswaardige belangen bedreigen, belangen van de vennoten zelf of van derden, heeft de Franse wetgever oplossingen gezocht. Ofwel werd de regeling van het burgerlijk wetboek met dwingende bepalingen aangevuld ofwel werd voor de economische verhoudingen, waarvoor eerder de vennootschap van artikel 1832 e.v. C.c. werd gebruikt, een andere, aangepaste vennootschapsvorm vooropgesteld, die dan dwingend werd opgelegd of aantrekkelijk gemaakt door het verbinden van bijv. fiscale voordelen aan de nieuwe formule.

123. 2. Zo werden door de wet van 28 juni 1938 (D.P., 1939, p. 4; Commentaar J. CHEVALLIER, D. 1939, 73-90) de burgerlijke vennootschappen, opgericht om een (appartements-)gebouw of een gebouwencomplex (Wet 7.II.1953, art. 80) aan te kopen of op te laten richten met het oogmerk dit daarna in eigendom onder de vennoten te verdelen, of vennootschappen om zodanige gebouwen

(1) p. 1 ./.

als aandelenvennootschap die een beroep doet op het openbaar spaarwezen (L.24.VII.1966, art. 74-83). Waar verder van burgerlijke vennootschap sprake is, wordt daarmee bedoeld de vennootschapsvorm van artikel 1832 e.v. C.c.

(2) ./.. Req. 23.II.1891, D.P., 91.1.337; Rep. Dalloz, V° Société civile, nr. 37-44; PLANIOL-RIPERT-LEPARGNEUR, Traité, XI, II° p., nr. 1017 e.v.

te beheren, afzonderlijk geregeld (*société de construction*). Door deze wet werd hun geldigheid erkend en het principe bevestigd dat de vennoten, toekomstige eigenaars en mede-eigenaars, gehouden zijn tot bijkomende stortingen - boven het bedrag van hun inbreng - teneinde bijv. het gebouw te kunnen voltooien (de modaliteiten zijn geregeld in art. 2 en 3, W. 1938). Om de 'spaarders te beschermen tegen sommige laakbare praktijken in de bouwsector' werden bij decreet van 10 november 1954 (D., 1954, 451) dwingende regelen uitgevaardigd m.b.t. de beheersregeling van dergelijke '*sociétés de construction*'. Beheerders en directeurs zullen niettegenstaande statutaire bepalingen door de algemene vergadering kunnen afgezet worden (art. 14, 1). Ze zullen verantwoording verschuldigd zijn tegenover de beheerraad aan wie rekeningen moeten voorgelegd worden en die experts kan aanstellen om die rekeningen te controleren (art. 16). Is er niet in een beheerraad voorzien dan zal een raad van toezicht moeten aangesteld worden (art. 14, 2), die de bevoegdheid van een beheerraad krijgt. Belangrijke bepalingen zijn verder de verplichting om aan de toekomstige vennoot de nodige informatiestukken te overhandigen (art. 11) en het verbod om van toekomstige 'associé's', voor ze vennoot geworden zijn, gelden te eisen ter vergoeding van bijv. studiekosten, honoraria e.d. (art. 13).

Tenslotte werd bij de wet van 12 december 1963 (D. 1964, 13, art. 56) bepaald dat in vennootschapscontracten waarbij door de toekomstige eigenaar-vennoot een bouwpremie wordt aangevraagd het niet-verkrijgen van deze premie de ontbindende voorwaarde is voor het vennoot worden. Ook werd de cessie van aandelen in een vennootschap, die van bouwpremies geniet, gereguleerd (A. 28. 12.1963, D. 1964.49) (1) (1 bis).

(1) Vergelijk met de '*société de construction*' de Nederlandse Coöperatieve flatexploitatievereniging'. Hierover: F.W.C. BLOM, Is horizontale eigendom goed? (NV, 45, 149-152), met een antwoord daarop van J.J.M. DE VRIES (NV, 45, 173-175; van deze auteur ook: Het appartementenrecht en de coöperatieve flatexploitatievereniging, in: Onroerend Goed, Deventer, 1968, 369-391 en zijn Prae-advies voor de Broederschap der Candidaat-notarissen in 1965) met verder een wederwoord van BLOM (NV, 46, 265-266) en een nawoord van A.B. de STIGTER (NV, 46, 266-268).

(1 bis) Door de wet van 16 juli 1971, Loi nr. 71-579 relative à diverses opérations de construction (J.C.P. 1971, nr. 38076) werd het stelsel van deze vennootschappen nogmaals gewijzigd. Bij deze wet werden naast deze '*sociétés civiles constituées en vue de l'attribution d'immeubles aux associés par fractions diverses*' ook de '*sociétés civiles en vue de la vente d'immeubles*' gereguleerd. Belangrijke bepaling is daar dat de vennoten, in afwijking van art. 1863 C.c. tot de schulden van de vennootschap gehouden zijn (op heel hun vermogen) in verhouding tot hun aandeel in de vennootschap.

Een ander soort vennootschappen dat speciaal werd voorzien van aanvullende bepalingen bij het Code civil zijn de 'sociétés civiles immobilières constituées en cas d'expropriation en vue de l'urbanisation (1). Bij decreet werden verplicht te aanvaarden statuten uitgevaardigd (2).

123. 3. Tot hier twee voorbeelden van wettelijke aanpassing van de vennootschapsregeling der artikelen 1832-1873 C.c. Daarnaast werden formules van indirecte vastgoedbelegging of -investering van een nieuw statuut voorzien. Het zijn de 'société immobilière d'investissement' en de 'société immobilière pour le commerce et l'industrie' (SICOMI).

De wet van 15 maart 1963 (D. 1963, 98), 'Loi portant réforme de l'enregistrement du timbre' bepaalt in artikel 33 dat onder de benaming 'société immobilière d'investissement' enkel vennootschappen mogen op de markt komen, die voldoen aan bepaalde vereisten. Ze moeten opgericht zijn als N.V. of als coöperatieve vennootschap (of die vorm aannemen). Hun enig toegelaten doel is de exploitatie van onroerend goed in Frankrijk. Dit onroerend goed moet voor minstens drie vierden van de oppervlakte uit woonruimte bestaan en de bouwprogramma's moeten goedgekeurd worden door de Minister van woningbouw en de Minister van financiën en economische zaken. Ook de statuten van deze vennootschappen moeten goedgekeurd worden door de Minister van financiën. Verder moeten ze over een bepaald minimumkapitaal (in geld) beschikken en tenslotte moeten ze uitdrukkelijk verzoeken aan staatshulp, verleend onder de vorm van speciale leningen. Vennootschappen die aan deze vereisten voldoen genieten dan van belangrijke fiscale voordelen, o.m. zijn ze geen

(1) L. n° 64-1247, 16.12.1964, D. 1965, 17; Decr. n° 64-1325, 24.12.1964, D. 1965, 38.

(2) Decr. n° 65-996, 25.11.1965, J.O., 28.11., p. 10509, D. 1965, 344.

vennootschapsbelasting verschuldigd op de huur-inkomsten.

Met de 'société immobilière d'investissement' is een type van beleggingsmaatschappij in onroerende goederen gecreëerd. De regeling ervan (geen risicospreiding!) is evenwel zeer streng, vooral m.b.t. de diverse ministeriële goedkeuringen. Dit maakte dat initiatiefnemers niet geneigd waren zich aan deze bepalingen te onderwerpen. Ook de fiscale regeling kon de formule voor de initiatiefnemers zelf niet aantrekkelijk maken omdat ze - voor hen althans - niets meer te bieden heeft dan het fiscale statuut der burgerlijke vennootschap.

De 'SICOMI' zijn N.V.-en of vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid die leasing van bedrijfsimmobiliën verrichten. Hun statuten moeten vooraf door de Minister van financiën goedgekeurd worden. Ook deze vennootschappen genieten van fiscale voordelen (1).

Bij het aantrekken van spaargelden voor beide laatste soorten vastgoedbeleggingen zijn de spaarders bovendien sinds 1968 beschermd door een toezicht op emissies vanwege de 'Commission des Opérations de Bourse' (COB) (2).

(1) Ord. n° 67-838, 28.9.1967, D. 1967, 380; G. TIXIER, Les SICOMI, D. Chr., 1967, 137-140; Zie eveneens S. ROLIN, Le Leasing, Verviers, 1970.

(2) Ord. n° 67-833, 28.9.1967, D. 1968, 139 (Commentaar J. GUYENOT, D. 1967, 373).
 Decr. n° 68-30, 3.1.1968, D. 1968, 84 en L. n° 70-1208 van 23 dec. 1970, D. 1971, p. 31.

§ 2. Twee types van vastgoedbelegging in de vorm van de burgerlijke vennootschap.

Ook voor de burgerlijke vennootschappen waarvan het doel vastgoedbelegging is zou er een reglementering komen: de wet van 31 december 1970 (1) werd, na herhaaldelijke verdragingsmanoeuvres, in de Assemblée aangenomen en ^{de} onmiddellijke toepassing ervan door de Commission des Opérations de Bourse (COB) leidde tot een waar financieel en politiek schandaal.

Vooraleer deze wet te bespreken willen we de twee belangrijke types van belegging beschrijven waarvoor de vennootschapsvorm van het Code civil wordt aangewend.

a. SELECTIMO: projectsgewijze herfinanciering van vastgoedleasing.

124.1. Sinds 1959 verrichte de 'Compagnie Financière de Suez' bedrijfspandleasing ten behoeve van grote distributiebedrijven. Ze verkreeg speciaal daarvoor opgerichte gebouwen in eigendom en verhuurde ze vervolgens voor lange termijn aan genoemd soort ondernemingen. In 1961 wist de 'Compagnie de Suez' rond zich een groep van 28 verzekeringsmaatschappijen en financiële organismen (institutionele beleggers) te scharen en samen werd de 'Société civile l'Immobilière Super-Marchés' (ISM) opgericht die de leasingactiviteit verder zou ontwikkelen. 'Omdat deze vorm van belegging gedurende de proeftijd haar degelijkheid bewezen had werd daarna besloten haar tot volle ontwikkeling te brengen en er een ruimer publiek te laten aan deelnemen'. Daartoe werd de 'S.A. L'Epargne sélective Immobilière, SELECTIMO' opgericht, in 1966.

(1) Loi n° 70-1300 fixant le régime applicable aux sociétés civiles autorisées à faire publiquement appel à l'épargne, D. 1971, p. 51. Voor een commentaar hierop, zie het artikel van B. DEBRAY en M. QUATREPOINT in Gaz. Palais, 1971, 22-23 maart, p. 1-3 (Doctr.).

Over het wetsontwerp: M. QUATREPOINT, Gaz. Palais, 1970, 2 (Doctr.), p. 245 en Le Monde, 11-12 okt. 1970, p. 1 en p. 19: La rentabilité des sociétés civiles immobilières risque d'être réduite.

Een overzicht van de wet vindt men eveneens in l'Information du Chef d'entreprise, 1971, 169-177: Les sociétés civiles faisant publiquement appel à l'épargne, door J. VOULET. Het uitvoeringsbesluit van de wet is op 1 juli gedateerd: D. n° 71-524 van 1 juli 1971, J.C.P., 1971, nr. 38050. De wet en het uitvoeringsbesluit werden gecomentariëerd door P. BEZARD, La réglementation des sociétés civiles autorisées à faire publiquement appel à l'épargne, J.C.P., 1971, I, 2418.

Terwijl ISM vroeger de verschillende supermarktgebouwen in eigendom verwierf (einde 1968: 65 in getal) wordt nu door SELECTIMO voor elk bouwproject een burgerlijke vennootschap (geregeld door art. 1832 e.v. C.c.) opgericht, een vennootschap waarin het sparend publiek vennoot zal kunnen worden. Tot deze oprichting wordt slechts overgegaan nadat ISM (1) het project heeft goedgekeurd: ISM zal immers ook aan de belegging deelnemen. Dat laatste heet voor de spaarders een waarborg te zijn m.b.t. de degelijkheid van het voorgestelde programma. De burgerlijke vennootschap ontstaat eerst tussen ISM en SELECTIMO. Zij stellen de statuten op, kopen de grond en zorgen voor de afwerking van het bouwprogramma. Pas na de voltooiing van het gebouw, het afsluiten van het huurcontract en de effectieve opening van de supermarkt (gewoonlijk twee jaar na de oprichting van de vennootschap) vindt een kapitaalsverhoging plaats, waarbij dan de privé-beleggers uitgenodigd worden aandelen te kopen. SELECTIMO wordt in de verschillende burgerlijke vennootschappen statutair zaakvoerder. De huurprijs voor de bedrijfspanden is op een jaarlijks minimum vastgesteld (ongeveer 9 % van het geïnvesteerde kapitaal) en wordt geïndexeerd in functie van de prijsindex der in de supermarkt verkochte goederen en het zakencijfer van deze supermarkt.

(1) ISM werd in 1968 omgevormd tot 'SICOMI' (leasing-maatschappij volgens de Ordonnance van 28 september 1967 (n° 67-838) met als benaming 'Bail Investissement). Om haar taak in de gemengde financiering der SELECTIMO-programma's verder te zetten heeft ISM een opvolger gesticht: 'La Société nouvelle ISM, SNISM'.

Alle kosten van het gebouw komen ten laste van de huurder, inbegrepen de taksen en belastingen. Alleen de verzekeringspremie komt ten laste van de eigenaars. De huurtermijn is bepaald op 25 jaar en is daarna verlengbaar met periodes van negen jaar. Over een eventuele verkoop van het pand wordt in de emissieprospectussen niets gezegd.

De burgerlijke vennootschap, waaraan de huren afgedragen worden, is fiscaal transparant. Wat de aandeelhouders ontvangen wordt als huurinkomsten beschouwd en men mag dan ook fiscaal afschrijven ten belope van 25 % (forfait-stelsel).

De voor- en nadelen van de operatie worden door de vennoten gedragen pro rata van het aantal aandelen in hun bezit. Volgens artikel 1863 Code civil zijn de vennoten onbeperkt gehouden tot de schulden der vennootschap. Om dit in concreto te vermijden is statutair voorzien dat de zaakvoerder bij alle contracten voor de vennootschap (behalve de huurovereenkomst en de contracten die daarmee samenhangen) van zijn medecontractanten zal bekomen dat deze laatsten van een persoonlijke actie tegenover de vennoten zullen afzien.

Aandelen in de vennootschap kunnen niet vrij verhandeld worden: vooraf moet de toestemming van de zaakvoerder verkregen worden. Weigert deze zijn toestemming dan moet hij - bij een voorgestelde overdracht onder bezwarende titel - aan de vennoot die zijn participaties wil verkopen andere kopers voorstellen (desgevallend zichzelf!) die de transactie willen aangaan tegen een prijs die ten minste overeenkomt met de waarde van de aandelen, waarde zoals die elk jaar door de zaakvoerder bepaald wordt. Overdracht geschiedt dan door inschrijving in de registers van de vennootschap.

Vermelden we nog dat het minimum-aantal deelbewijzen waarop ingetekend mag worden vijf bedraagt. De nominale waarde ervan bedraagt 860 Fr. fr. per stuk, geëmitteerd aan 1.000 Fr. fr. plus een commissievergoeding van 30 Fr. fr. per aandeel, dit voor de gerant.

Een mobiliseren van onroerend goed bezit ligt hier niet voor. Wel gaat het om een geldbelegging voor lange termijn, waarbij het vastleggen van een vrij hoog bedrag vereist is. De regeling betreffende overdracht van aandelen lijkt immers geen 'markt' toe te staan. Wie geen koper vindt heeft alleen de gerant als overnemer. In dezelfde situatie bevindt zich de overlater wanneer de overnemer door de gerant niet aanvaard wordt als associé. Het is dan maar hopen dat de gerant een eerlijke prijs voor de participaties vaststelt (hierop is weinig controle mogelijk).

127. 2. OVERZICHT VAN DE SELECTIE-PROGRAMMA'S (Vijf programma's in de tweede helft van 1968) (1)

NAAM S.C.I. —	Montpellier PLEIN-SUD	LE BIJOU	CHELLES	Orléans St. Jean- de-Braye	Rennes BOURG L'EVEQUE
OPGERICHT	5 dec. 67	21 dec. 66	29 nov. 1961	11 jan. 66	2 feb. 66
OPENING SUPERMARKT	24 apr. 68	26 apr. 68	16 me. 68	4 dec. 68	14. nov. 68
KAPITAALS- VERHOOGING	21 jun. 68	22 jul. 68	22 jul. 68	16 dec. 68	16 dec. 68
PROJECT: Oppervl. in m ²					
verkoop-	560	2.600	3.800	1.500	1.600
reserve-	200	2.500	3.200	2.000	1.000
Attractief voor inwoners	7.500	10.000	20.000	10.000	40.000
KAPITAALS- CONSTRUCTIE					
beginkapitaal	154.800	633.820	694.020	464.400	272.620
verhoging tot					
-nominaal	899.560	5.419.720	6.800.020	4.149.500	2.586.020
-effectief	1.020.800	6.198.820	7.794.020	4.749.400	2.962.620
beginkapitaal in % EffK.	15,16%	10,22%	8,90%	9,77%	9,20%
beginkap. = $\frac{N}{\text{aandelen } \hat{a}}$					
860 F	180	737	607	540	317
eff.K = $\frac{N}{\text{aandelen } \hat{a}}$					
860 F, emissie à 1000, + 30 F	866	5.565	7.100	4.285	2.690
HUURPRIJS					
minimum netto/jaar	95.988	567.522	700.618	423.000	263.840
in F.					
min.netto huur					
in % EffK	9,40%	9,10%	8,98%	8,90%	8,90%
min.netto huur per m ² oppvl.					
in F.	127	111,3	100,8	120,8	101,47

OPBRENGST

netto huur					
per aandeel(nhA)	91,75	90,05	88,60	87,66	86,45
in F - in % 1030	8,90%	8,74%	8,60%	8,50%	8,39%
zaakvoerders-					
honorarium in %	8,5%	8,5%	7%	6%	6,50%
(per A) F	7,60	7,65	6,20	5,26	5,62
netto dividend F	83,95	82,40	82,40	82,40	80,85
(per A)					

NETTO DIVIDEND

in % van kap.

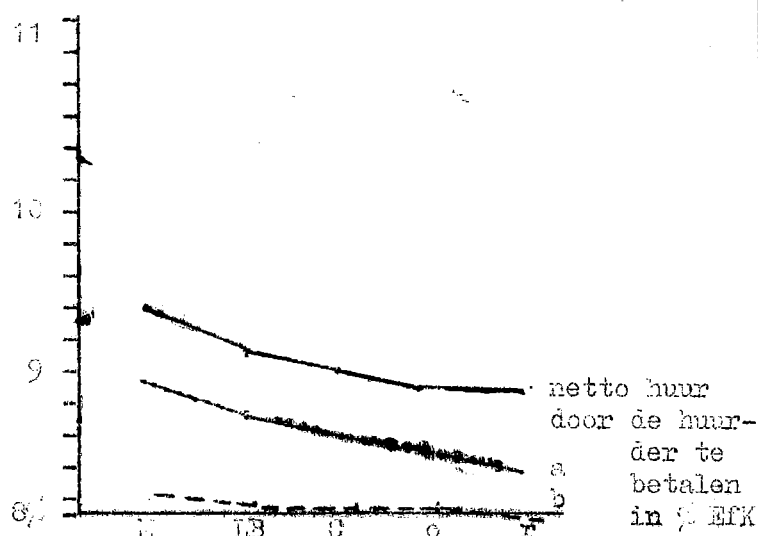
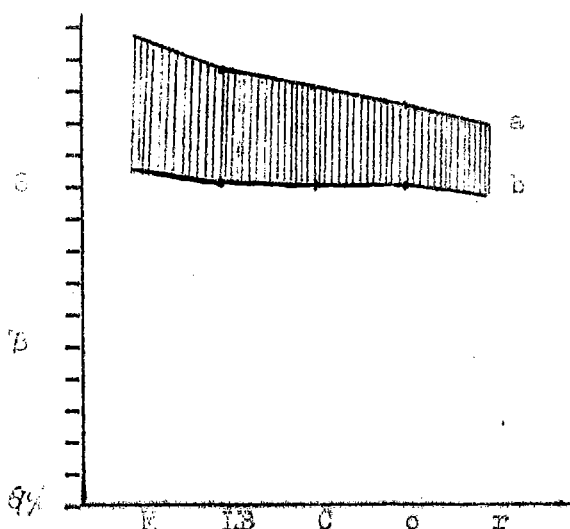
860 F	9,75	9,58	9,58	9,58	9,40
1.000 F	8,39	8,24	8,24	8,24	8,08
1.030 F	8,15	8	8	8	7,85

KOSTEN ZAAKVOER.

commissie bij					
emissie					
totaal in F	25.980	166.950	213.000	128.550	80.700
totaal commissie					
per jaar	8.158	46.210	43.820	22.539	16.899

NB.

nhA x N.A =	94.970	567.495	700.560	422.959	260.015
verschil met					
netto huur					
per jaar	- 1.017,5	- 27	- 58	- 40,5	- 3.835



a = nhA

b = nhA - beheer = netto dividend:
per aandeel

1 aandeel = 1030 F

gearceerd : zaakvoerdersprovisie

124.3. Zonder de financiële eerlijkheid van de promotors of het succes van de operatie te willen in twijfel trekken weze het geoorloofd enige aantekeningen te maken bij de reclame die voor het aantrekken van beleggingsgelden wordt gevoerd. Vooral bij de Selectimo-programma's wordt nogal herhaaldelijk gesteld dat ze opgezet zijn teneinde de kleine spaarder te laten meegenieten van de beleggingsmogelijkheden die anders alleen voor de grote kapitaalbezitters toegankelijk zijn. Omdat dit herhaaldelijk en met veel nadruk gesteld is willen we deze programma's ook eens in een ander kader bekijken. Achter de propaganda "de kleine spaarder te laten genieten..." schuilt vaak het opzet om met het geld van deze kleine spaarder een systeem te onderhouden dat door de promotors zelf is opgezet maar voor het bestendigen waarvan de promotors niet meer zelf de nodige kapitalen bezitten.

In de prospectus bij de Selectimo-programma's kan het volgende gelezen worden. 'Op eigen risico heeft de 'Groep' (achter ISM) bedrijfspandleasing uitgetest. Nu de formule haar degelijkheid bewezen heeft willen we de kleine spaarder die een veilige geldbelegging zoekt, laten meeprofitieren'. Hierbij twee bemerkingen. Vooreerst is het risico van uittesten der leasing-operatie niet zo groot geweest: deze formule werd reeds tevoren in de V.S. beproefd en heeft daar haar degelijkheid bewezen. Risico is bovendien een hoog woord wanneer het gaat om een groep pensioens- en verzekeringsmaatschappijen, van wie verwacht wordt dat ze hun kapitaal zo veilig mogelijk laten renderen. Verder kan men de formule 'nu de leasing operatie haar degelijkheid bewezen heeft' ook vertalen als 'nu we zelf niet meer de nodige gelden hebben om aan de aanvraag te voldoen'. Leasing is ^{wel} renderend maar vraagt veel vast te zetten kapitaal: regelmatig en vele nieuwe supermarkten kopen vraagt telkens weer een behoorlijke investering. De gemiddelde kostprijs van de laatste vier Selectimo-investeringen bedraagt 5.426.210 fr. Wanneer men zelf niet meer over

voldoende fondsen beschikt of wanneer het geld beter elders rendeert maar men zijn lease-clientele niet wil verliezen is het aantrekken van vreemde gelden uiteraard de oplossing.

Beschouwen we nu de wijze waarop dit gebeurt.

De projecten worden afgewerkt vooraleer het kapitaal van de beleggers wordt aangetrokken. Volgens de prospectus heet het nogmaals dat dit ingegeven is teneinde de spaarders te beschermen tegen eventuele risico's van de aannemings- en bouwperiode. Belangrijke reden zal wel zijn de spaarders niet af te schrikken door een niet-opbrengst-periode tijdens het bouwen.

Meteen wordt ook alle hinderlijke inmenging van de spaarders in de aannemings- en huurcontracten vermeden.

De 'Groep' koopt aandelen aan 860 Fr.fr. De beleggers betalen, anderhalf tot twee jaar later 1.030 Fr.fr. Wanneer nu, na die twee jaar, het hele kapitaal samen begint te renderen (netto rendement) aan 8,60 %, dan betekent dit voor de leden van de 'Groep', op hun inleg, 9,75 % en voor de spaarders 'die mee mogen profiteren', op de totale door hen gestorte sommen, 8,15 %. Nu is dit wel geredeneerd vanuit de veronderstelling dat het kapitaal der oprichters gedurende de tijd dat de vennootschap als dusdanig geen inkomsten heeft ook niet moet gehonoreerd worden. Dit is een veronderstelling, die, alhoewel principiëel juist, door velen niet zal aanvaard worden (1). Gesteld dat men toch een kapitaalsvergoeding zou aangerekend hebben dan zou deze 8 % per jaar bedragen hebben (2). Gedurende de tijd dat de vennootschap geen inkomsten heeft hebben de oprichters dan toch een opbrengst, en wel evenveel als de beleggers

(1) In Duitsland en Zwitserland laat men toe dat een geringe kapitaalsvergoeding tijdens 'bouwperiodes' wordt uitgekeerd. Dit moet echter als zodanig bekendgemaakt worden en in mindering gebracht op latere inkomsten van de onroerende goederen.

(2) Dan zou de waarde van het aandeel aan 860 Fr.fr. na twee jaar geëvolueerd zijn tot + 1.000 Fr.fr. (1.004,32), het nominaal bedrag van de aandelen die de beleggers kopen.

later zullen hebben, wanneer de huurinkomsten effectief overkomen.

TABEL

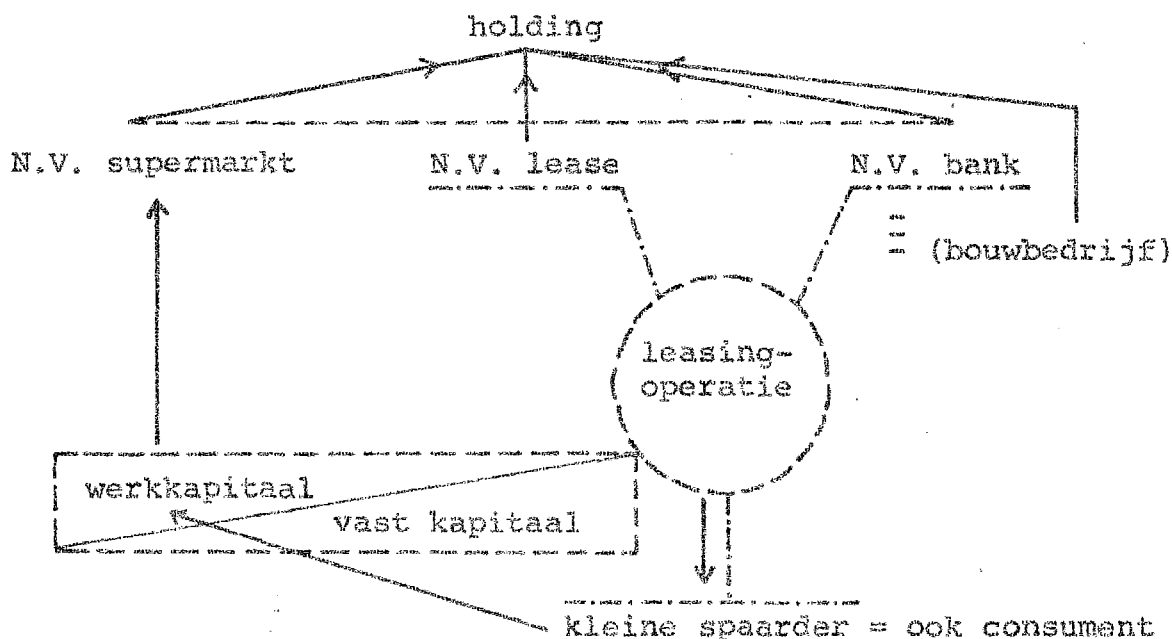
Rendement totale kapitaal (netto- rendement)		Rendement beleggers	Rendement 'Groep'	
			1° hypothese	2° hypothese
a) kapitaalsver- goeding twee jaar	--	--	--	8%/jaar
b) rendement	8,60	8,15	9,75	8,39
per	8,37	8	9,58	8,24
project	8,43	8	9,58	8,24
	8,43	8	9,58	8,24
	8,33	7,85	9,40	8,08

Ook in deze tweede hypothese krijgen de oprichters meer rente omdat zij tenslotte hun opbrengst dan moeten berekenen op (860 Fr.fr. + 2 jaar 8 % =) 1.004,32 Fr.fr. en niet op 1.030 Fr.fr., zoals de privé-beleggers.

Voeg daar tenslotte nog bij dat de 'Groep' als aandeelhouder van SELECTIMO meegeniet van de niet onaardige commissievergoedingen die op de plaatsing van het kapitaal en op de jaarlijkse rente worden voorafgenomen.

Hiermee wordt niet de soliditeit van SELECTIMO in twijfel getrokken. Wel wordt gepoogd iets te ontdekken van de echte tekst (context) achter de vertaling "de kleine spaarder in de mogelijkheid te stellen mee te doen aan interessante beleggingen".

Een voorkomend schema van leasing operatie is overigens het volgende.



Een supermarkt moet verkopen maar daarvoor zijn vele verkoop-punten nodig. Gebouwen laten oprichten kost evenwel wel veel kapitaal dat anders als werkkapitaal zou kunnen gebruikt worden. Grote investeringen met eigen kapitaal leiden overigens tot een 'klein-dividend' politiek. Bovendien moesten deze gebouwen dan op het actief der balans komen terwijl het huren van andermans gebouwen fiscaal aftrekbaar is. Dit huren i.p.v. kopen maakt kapitaal vrij voor de omzet. Voor de ondernemer is de redene-ring als volgt: 'Waarom zou ik 100.000.000 ondernemingsvermogen gaan investeren in een gebouw als ik alle voordelen van het ge-bruik van dit gebouw bij hypothese kan genieten met een huurfi-nancieringscontract dat mij aan toekomstige vermogensoffers, omgerekend naar constante waarde, slechts de helft kost? Als de beleggers met een minder rendement genoeg kunnen nemen, dan ik als ondernemer moet betalen, dan moet huur voor mij aantrekkelijker zijn dan eigendom! (1).

(1) F.W.C. BLOM, Sale-leaseback, NV 40, 6-10, p. 8.

Leasing, vooral van 'op maat gebouwde' panden betekent voor een bedrijf: 's'équiper sans investir'. De holding die de supermarkt controleert, of een geaffiliëerde instelling richt dan een dochtermaatschappij op die de leasing zal organiseren. Het geld van de kleine spaarder wordt hiervoor aangetrokken (zodat het kapitaal van de holding vrij blijft voor mooiere investeringen). Van dit geld wordt wat voorafgelaten voor de zaakvoerende holding-dochter en voor dienstenverlening vanwege andere geaffiliëerde vennootschappen, bijv. voor de bank die de 'financiële dienst' zal waarnemen, de participaties aan haar loketten verkopen. De kleine spaarder helpt de supermarkt met haar vastliggende uitrusting zodat haar omzet vergroten kan (wat ruim de ietwat hoge huur compenseert). De omzet van de supermarkt wordt grotendeels ten koste van de kleine spaarder zelf gerealiseerd. De N.V. supermarkt geeft dan goede dividenden die uiteindelijk toekomen bij de holding waar ook, langs dividenden, een stuk van de zaakvoerderscommissie voor de leasingvennootschap en de vergoeding voor diensten aan andere dochtermaatschappijen (de rode lijnen betekenen dividendenstroom). Op dit schema bestaan talrijke varianten. Het komt voor dat het organiseren van dergelijke operaties een dure staf specialisten (die in hoofdzaak voor de holding werken) onhouden wordt (zoals effectenbeleggingsfondsen) soms de bankspecialistenstaf helpen onderhouden. Het komt ook voor dat de operatie opgezet wordt om een geaffiliëerde bouwmaatschappij aan contracten en 'cash' te helpen.

b. LA GARANTIE FONCIERE (1)

125. 1. La Garantie Foncière is een burgerlijke vennootschap, geregeld door de bepalingen van artikel 1832 e.v. Code civil. Haar doel is vastgoedbelegging: eigenaar worden van onroerende goederen en deelnemen in 'société's civiles immobilières', die geen speculatief karakter hebben (meestal van het type als geregeld door de wet van 28 juni 1938).

(1) De beschrijving, op grond van de statuten en de prospectus, geschiedde door steller dezes reeds einde 1968. Het is niet omwille van het in mei 1971 uitgelekte "schandaal van 'La Garantie foncière' dat deze vennootschap hier als voorbeeld word genomen. Andersom, heeft het "schandaal" er ook niet toe geleid de statuten van een andere beleggingsvennootschap te beschrijven: de manipulaties m.b.t. het vermogen van 'La Garantie foncière' vonden hun oorzaak niet in meer gebrekkige statuten maar werden buiten de vennootschap, dank zij "interlocking directorates", georganiseerd.

De belegging die aan de spaarders wordt voorgesteld is van een heel andere aard dan de SELECTIMO programma's. 'La Garantie foncière investit son capital dans des immeubles anciens de bon et moyen standing qui constituent d'excellents placements dans la conjoncture actuelle'. Dit wordt althans in de prospectus geschreven, maar staat niet statutair vast.

De 'belegging' (als men daarvan al kan spreken bij een conunctuur-gerichte geldplaatsing) gebeurt in flatgebouwen, gelegen in de centra van grote steden (hoofdzakelijk: Parijs). Dergelijke immobiliën zijn bij uitstek beleggingen voor typische onroerend-goed-beleggers, dit tenminste in normale omstandigheden. 'Gezien hun leeftijd zijn ze minder aantrekkelijk geworden voor kopers-zelfbewoners, die naar moderne of radicaal-vernieuwde flats zoeken en aan de oudere voorbijgaan, zodat de markt voor tweede- en volgende- hands flats opdroogt. Op dit ogenblik is het best dat het flatgebouw uit de zelfbewoningsmarkt wordt teruggetrokken en op verhuur-exploitatie wordt overgeschakeld. Een koper-belegger kan het voor een behoorlijke prijs verwerven, er nog wat restauratiekosten aan spenderen en het daarna verhuren' (1). Omwille van de redelijke huurprijzen (lager dan nieuw gebouwde) zijn zulke appartementen en kantoorruimten zeer gegeerd. De bezettingsgraad van dergelijke onroerende goederen is 100 %. Bovendien, daar het gaat om reeds bestaande gebouwen krijgen de beleggers onmiddellijk opbrengst. Deze redenen zijn er voor vastgoedbelegging in oude flatgebouwen bij normale marktomstandigheden. In de huidige conjunctuur komt daar nog de schaarste van de ruimte in de centra der grote steden bij, de voor kopers veel te hoge grond- en bouwkosten, kortom een speculatietintje. Redelijke huurprijzen betekent in dat verband dan - voor kantoor- en winkelruimten in Parijs bijvoorbeeld 15, soms 26,6 %; rendement

(1) F.W.C. BLOM, Is horizontale eigendom goed?, NV, 45, p. 151.

op het geïnvesteerde kapitaal. Daardoor belooft 'La Garantie Foncière', in de prospectus, aan de belegger een minimum netto-rendement (alle kosten en beheersprovisie afgetrokken) van 10,25 %. Dit wordt des te aantrekkelijk omdat de belegger hierop 35 % forfaitair mag afschrijvingen doen voor de belastingen (1).

125. 2. In tegenstelling tot de SELECTIMO-programma's, waar voor elk nieuw, goed afgelijnd project een aparte burgerlijke vennootschap wordt opgericht, gaat het bij het thans besproken initiatief om één fonds, één vennootschap die tot kapitaalsverhoging overgaat (met voorkeurrecht voor de bestaande aandeelhouders - art. 8 van de statuten) telkens nieuwe onroerende goederen zullen worden aangekocht.

Eén aandel in 'La Garantie Foncière' (men moet er niet meerdere kopen) kost 1.000 F. Aandeelhouder is wie als dusdanig door de gerant en de raad van toezicht werd geaccepteerd en ingeschreven staat in het vennootschappelijk register. Geen toonder of orderpapier wordt aangemaakt. Overdracht van aandelen (conform aan art. 1690 C.c.) kan vrij geschieden tussen associé's; wil men daarentegen zijn participaties aan derden overlaten dan moet de zaakvoerder vooraf zijn toestemming tot de cessie hebben gegeven (na de raad van toezicht geraadpleegd te hebben) (2).

Statutair zaakvoerder is de 'S.A. Compagnie Française de Gestion Immobilière', Cofragim (3), met een eigen kapitaal van 100.000 F.

(1) Voor gebouwen, ouder dan 1948. Voor gebouwen van later oprichtingsdatum: 25 % (bijv. SELECTIMO).

(2) Voor geval van overlijden is er een verblijvingsbeding voorzien (art. 11, 2° en 3°) met een 'inventarisclausule' (zie over de geldigheid daarvan: PLANIOL-RIPERT-LEPARGNEUR, op. cit., nr. 1057, p. 335 e.v.).

(3) Alhoewel Cofragim als statutair zaakvoerder wordt aangeduid kan deze toch door een gewone algemene vergadering ontslagen worden (art. 14).- (art. 21,3°). Zie in dit verband: PLANIOL-RIPERT-LEPARGNEUR, op. cit., nr. 1023, p. 229 in fine, noot (3).

Ze heeft ruime bevoegdheden i.v.m. het voorbereiden en het uitvoeren van de beleggingsprogramma's en houdt bovendien de boekhouding bij. Aankoop, verkoop, ruil van roerende goederen (hypotheekeren wordt niet vermeld!) is haar slechts toegestaan na voorafgaandelijke goedkeuring vanwege de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 15,22°). De zaakvoerderscommissie, waarin besloten de honoraria voor eventueel geraadpleegde deskundigen (1), de administratie- en studiekosten, bedraagt 10 % per jaar op alle bruto-ontvangsten van de vennootschap. Op alle kapitaalsverhogingen wordt een 10 %-commissie aan de gerant verleend. Luidens de prospectus mag de jaarlijkse zaakvoerdersvergoeding evenwel nooit de 10,25 % minimum-rendement van de beleggers amputeren. In de statuten vindt men een dergelijke bepaling niet expliciet terug. Wel vindt men er de volgende regeling. Indien de zaakvoerder in het kader van zijn beheersbevoegdheid aan derden een opdracht verleent dan draagt hijzelf daarvoor de verantwoordelijkheid (art. 16). Deze personen kunnen nooit enige actie voeren tegenover de burgerlijke vennootschap zelf, en dit tot het betalen van de hun - door de zaakvoerder - verschuldigde sommen.

Niet in de zaakvoerderscommissie begrepen zijn, benevens de kosten aan de onroerende goederen zelf, de vergoedingen voor de raad van toezicht en de notariële kosten.

De zaakvoerder wordt in zijn taak bijgestaan en gecontroleerd door een raad van toezicht (conseil de surveillance), bestaande uit minstens drie aandeelhouders, gekozen door de algemene vergadering. Controlebevoegdheid heeft de raad m.b.t. alle stukken en boekhouding der vennootschap. Hij kan desgevallend een deskundige aanstellen om een onderzoek te verrichten. Voorgenomen

(1) Waaronder: een consulent voor vastgoedbeheer, een boekhoudkundig expert, een technisch controleur voor de onroerende goederen, een juridisch en fiscaal raadsman, allen in de prospectus genoemd.

beleggingen moeten de raad ter studie worden voorgelegd en op de algemene vergadering zal hij over deze goed te keuren beleggingen zijn advies uitbrengen. Verder brengt de raad een rapport uit over de zaakvoering, eveneens op de algemene vergadering, een rapport dat desgevallend een antwoord geeft op de aan de raad gestelde vragen i.v.m. concrete problemen in het beleid der vennootschap.

De raad van toezicht heeft tenslotte nog bevoegdheden i.v.m. de aanvaarding van nieuwe associé's en de verkoop van aandelen aan derden (in beide gevallen: toestemmen). Voor de eerste maal werden als leden van de raad oprichters van de vennootschap gekozen (voor tot de eerste kapitaalsverhoging werd overgegaan). Een algemene vergadering, samengeroepen door de zaakvoerder, komt jaarlijks bijeen, waar de verslagen worden goedgekeurd. De vennoten kunnen op voorhand inzage krijgen van de nodige stukken (art. 20, 1°). Artikel 23 bepaalt verder dat het houden van algemene vergaderingen facultatief is. De beheerder kan, wanneer hij beslissingen van de vennoten nodig heeft, deze laten raadplegen per brief. Een summiere procedure hiervoor is statutair uitgewerkt en verder zal zulke raadpleging onder toezicht van de toezichtsraad verlopen (art. 19, III, 8°). In een krant (Le Monde, 11-12 okt. 1970) werd de tegenstelling tussen het bepaalde 'jaarlijkse houden' en het 'facultatief houden' van algemene vergaderingen als voorbeeld van 'louche' regeling geciteerd. Hopelijk moet artikel 23 verstaan worden in die zin dat het 'daarbuiten houden...facultatief is', bijv. wanneer er een beslissing moet komen i.v.m. de aankoop of verkoop van goederen. Om sneller beslissingen te krijgen hoeft dit echter niet: de consultatie per brief vraagt meer tijd (volgens de statutaire regeling: 20 dagen om te antwoorden) dan het samenroepen van een vergadering (15 dagen op voorhand verwittigen). Hierbij moet ook nog aangemerkt worden dat de zaakvoerder een in

Frankrijk bekend procédé gebruikt waarbij aandeelhouders, op voorwaarde dat ze geldig geconvoceerd zijn, voor een vergadering maar niet opdagen, precies aan de zaakvoerder vertegenwoordigingsbevoegdheid geven voor stemming betreffende eenderwelke punten (al of niet op de agenda).

Voeg daarbij dat de belegger, die een minimumrendement krijgt, minder nog dan een aandeelhouder geneigd is ter algemene vergadering te trekken, dan werpt dit een ander licht op de mooie statutaire bepalingen inzake beheer en toezicht.

Tenslotte nog dit: ook bij 'La Garantie Foncière' tracht men de persoonlijke aansprakelijkheid van de vennoten tegenover derden, te 'ontgaan' door te bepalen dat de zaakvoerder in alle contracten met derden van deze derden een verzaking moet bekomen van hun recht om tegenover de vennoten persoonlijk een vordering in te stellen (art. 12). Bij de zaakvoerdersverantwoordelijkheid wordt verder gesteld dat deze, bij het aangaan van verbintenissen voor de vennootschap, zelf geen verplichtingen opneemt en alleen voor fouten in zijn opdracht aansprakelijk kan gesteld worden (art. 15, in fine - een gelijkaardige bepaling voor de raad van toezicht staat in art. 19, IV).

§ 3. Naar een reglementering.

126. Vastgoedbeleggingsvennootschappen van het type "Garantie Foncière" bestaan in Frankrijk slechts sinds de tweede helft der zestiger jaren. De eerste 'société civile de placement immobilier' (SCPI) werd in 1964 opgericht: "La civile foncière" (1). Sindsdien, en vooral in 1968-69 werd het een ware 'boom'. Begin 1971 kende Frankrijk een veertigtal SCPI's die voor 1,5 miljard Fr.fr. beleggingsgelden hadden aangetrokken; 90 % van dit bedrag kwam in een twintigtal dezer vennootschappen terecht (2). Al vlug

(1) Nadien volgden bij dezelfde promotor nog drie 'civiles foncières', resp. 1965, 1966 en 1967. Tussen deze vier werd een 'groupement d'intérêt économique' "Pool de la Civile foncière" opgericht: de opbrengsten van de vennootschappen werden samengelegd en op gelijke basis aan alle vennoten uitgekeerd.

(2) Ter vergelijking: het totaal der spaargelden die door spaarkassen (Caisses d'Epargne) werden belegd bedroeg op datzelfde ogenblik 36,5 miljard Fr.fr. Het totale spaarvolume in Frankrijk is + 350 miljard. Al deze cijfers werden door de heer Chatenet, voorzitter COB, medegedeeld tijdens 'club de la presse (ORTF)', 13 aug. 1971: le Monde, 15-16 aug. 1971, p. 10.

ging echter de 'Brigade financière' en het 'Bureau de vérification de la publicité' zich met deze vorm van beleggingspromotie inlaten. Sommige van de beleggingsvennootschappen leken echte "mâts de cocagne financiers" met hun beloofde netto-rendement van 10 %, 10,24 % en in één geval zelfs 11,40 %. Voeg daarbij nog de beheersvergoedingen van 10 % op het zakencijfer, 10 % extra op elke aankoop of verkoop van onroerende goederen en fikse inschrijvingskosten (eveneens meestal 10 %) dan begrijpt men dat de autoriteiten met meer dan gewone interesse de transacties van deze immobiliënnootschappen bekeken.

In sommige gevallen ontdekte men wel misbruiken of fiscale fraude maar verder dan een paar kleine incidenten met de fiscale aministratie kwam het - althans publiekrechtelijk - niet. Onder andere was daarvoor als reden dat een reglementering m.b.t. de publiciteit en het rekeningen voorleggen van de 'sociétés civiles immobilières' zelf ontbrak, reglementering waarop een verder onderzoek en een procedure zouden kunnen steunen.

127. 1. De publiciteit voor vastgoedbeleggingen was nogal gemakkelijk. In een prospectus luidt het: "Terwijl de beurs onevenwichtig is, de munterosie soms 5 % overschrijdt, terwijl de goudprijs de tien laatste jaren met 23 % is gedaald steeg in diezelfde periode de bouwgrond met gemiddeld 116 % en de prijs van oude winkelgebouwen in Parijs met 82 %". Dit wordt dan wel gestaafd met randvoorbeelden. Dat de munterosie tijdens de jaren 1958-1968 in de landen der Europese Gemeenschap gemiddeld 2,7 %

per jaar bedroeg (in 1967-1968: 2,6 %) wordt er niet bij verteld (1).

Evenmin wordt m.b.t. het goud gesteld dat dit nooit een goede belegging is geweest, "hoogstens een waarborg tegen een revolutie" (2) en dat het evident aan functie- en waardeverlies zou moeten

-
- (1) De referentieperiode 1958-1968 wordt hier aangehouden omdat ook de reclame van de beleggingsfondsen, die door ons werd geraadpleegd meestal uit 1969 dateert en daarbij dezelfde periode neemt voor de berekeningen van de munterosie. In deze periode valt echter nog niet de crisis van 1969-1970 en de "dollarkwestie" van medio 1971. Neemt men als periode 1960-1970 dan is de gemiddelde depreciatie voor de EG-landen 3,26 % per jaar (1970: 4,31), die van de geïndustrialiseerde landen 4,032 (1970: 5,452). 1971 gaf, zonder rekening te houden met de reëvaluaties i.v.m. de dollarcrisis: EG: 4,76, geïndustrialiseerde landen: 5,996 %. Deze cijfers zijn van de First National City Bank, gecit. in S.E.R. Bulletin van 22 sept. 1971, p. 30-31.

Hoe doorzichtig soms gemanipuleerd wordt met muntdepreciatie leert bijv. een prospectus waar naast de vermelding dat de muntdepreciatie de laatste 10 jaren (1958-1968) gemiddeld 6,2 % per jaar bedraagt, tot staving daarvan een tabel met de depreciatie van de 50 belangrijkste munten ter wereld (waarvan die 6,2 % het gemiddelde is) wordt gegeven. O.m. komen daarin voor: Chili (20,1 % per jaar), Argentinië (23,8 %), Brazilië (32,1 %) en Indonesië (58,9 %). Aldus de prospectus United Growth Fund, p. 12. De conclusie daarvan is dan dat de U.S. Dollar nog een der stevigste munten is (depreciatie 1,9 % jaarlijks gedurende 1958-1968 maar in 1967-68 alleen al 4 %) en daarom alle liquide middelen in Dollars zullen worden belegd!

- (2) Zie hiervoor cijfers bij LORRAIN CRUSE, *La spéculation*, Tours, 1970, p. 25-26.

lijden op een gewijzigde internationale markt. Ook de prijsevolutie van het onroerend bezit lijkt geforceerd door uitzonderlijke speculatieve, resultaten (1).

Anderzijds werd bij de reclame-belofte van 10 % netto rendement (op de inventariswaarde, d.i. aankoopwaarde minus inschrijvingskosten) nooit vermeld dat dit ten aanzien van de belegger eigenlijk bruto-rendement was daar de vennootschap geen afschrijvingen placht te doen op haar onroerende goederen (en hiertoe ook niet verplicht was).

Maar, zoals reeds gezegd, t.a.v. de publiciteit van burgerlijke vennootschappen bestond er geen reglementering. Slechts bepaalde verkoopmethode's, waaronder démarchage, waren verboden door een - overigens gebrekkige - regeling (2).

(1) De index der huurprijzen in Frankrijk, prijzen berekend naar de bouwkosten, evolueerde van 137 in 1958 (1953=100) naar 195 in 1968.

(2) Toen reeds een storm van verontwaardiging was losgebroken i.v.m. de aan het licht gekomen schandalen van sommige 'civiles immobilières' verscheen nog een artikel van de financieel directeur van 'Le Patrimoine Foncier' over de wijze waarop hij de nieuwe "produits financiers" (deelbewijzen in de 'civiles') had aan de man gebracht en een pleidooi voor een wettelijk toegelaten en goed georganiseerde démarchage. "Le marché de l'Epargne en France est encore vierge... Personne ne l'a encore labouré" luidde de slotbeschouwing, wat de commentator in een krant deed aantekenen: "Il est à craindre toutefois, qu'après l'orage qui éclate aujourd'hui ce beau corps tout jeune ne vive longtemps encore dans le souvenir traumatisant d'un viol". Le Monde, 18-19 juli 1971, p. 6.

127.2. Een begin van reglementering der publiciteit werd gemaakt bij Decreet van 15 maart 1968 (1). Dit Decreet, getroffen in uitvoering van de wet op de woeker, de geldlening en op bepaalde démarchage-en publiciteitsverrichtingen (2) kon, omwille van de beperkte regelende bevoegdheid binnen het raam van genoemde wet, niet meer doen dan aanduiden welke informatie aan de beleggers moest verstrekt worden. Deze informatie bij het openbaar aanbieden van aandelen in burgerlijke vennootschappen (3) (art. 6 tot 9 van het Decreet) werd als volgt georganiseerd.

Gaat het om vennootschappen die nog 'niet zijn opgericht' en die kapitaal willen aantrekken dan moet de propaganda duidelijk vermelden wie de personen zijn (beroep, naam en adres) van wie het initiatief uitgaat alsmede de personen die over het ingezamelde kapitaal zullen kunnen beschikken (art. 6).

Gaat het om vennootschappen die reeds zijn opgericht (art. 7) dan moet de emissie voorafgegaan worden door een nota in het 'Bulletin des Annonces Légales Obligatoires' (B.A.L.O.). Hierin moet aangeduid worden a) de indentificatie der vennootschap (maatschappelijke benaming, vorm, zetel, doelomschrijving, duur, beginkapitaal), b) hoeveel inbreng in natura de laatste vijf jaren is gedaan, c) het aantal te onderschrijven deelbewijzen en hun waarde, de emissieprijs ervan en het bedrag dat als storting op deze aandelen onmiddellijk eisbaar is, d) de statutaire clauses die betrekking hebben op de samenstelling, de werking en de bevoegdheden van de organen der vennootschap,

(1) D. nr. 68-259, D., 1968, 150. Voor een commentaar hierbij, zie P. DELAISI, Les émissions des parts sociales de sociétés civiles, Droit et Affaires, n° 169 (15 febr. 1970); Doc. nr. 3/70, 1-5.

(2) Art. 10 van de Wet nr. 66-1010 van 28 dec. 1966.

(3) Ongeacht hun verdere doelomschrijving.

e) de bepalingen betreffende de verdeling van winst en verlies, f) de verplichtingen van de vennoten; meer bepaald moet vermeld worden dat hun aansprakelijkheid verder reikt dan ten belope van hun inbreng (1), g) de voorwaarden waaronder de aandelen mogen verhandeld worden en de formaliteiten hiervoor, h) het meest recente bilan der vennootschap (ten hoogste twaalf maanden voor de emissie afgesloten), gecertificeerd door een ingeschreven commissaris ('commissaire aux comptes'). Tenslotte moet elke wijziging aan deze gegevens binnen de dertig dagen eveneens in het B.A.L.O. gepubliceerd worden.

Elke propaganda die dan gevoerd wordt moet de belangrijkste van deze gegevens (niet het bilan!), zoals ze in het B.A.L.O. zijn verschenen, weergeven en bovendien de grootte van het kapitaal aanduiden, zoals dat voorhanden was op de laatste dag van de maand die de bedoelde propaganda voorafging.

Tenslotte heeft eenieder aan wie een dergelijke belegging wordt voorgesteld het recht om ter zetel van de vennootschap een conform verklaard afschrift te bekomen van de statuten, zoals die van kracht zijn op de dag der aanvraag. Deze laatste bepaling geldt zowel voor de emissies vanwege initiatiefnemers vóór het bestaan der vennootschap als voor emissie krachtens kapitaalsverhoging. Eveneens voor beide emissies geldend is de belangrijke regel dat er in de publiciteit geen melding mag worden gemaakt van een indexering van de beleggingen in de vennootschap indien de inkomsten van de vennootschap zelf niet geïndexeerd zijn krachtens reeds afgesloten contracten (2).

(1) Dit geldt ook voor de emissies als bedoeld in art. 6.

(2) Zo mag SELCTIMO aanduiden dat de beleggingsopbrengsten geïndexeerd zijn omdat het huurcontract met de leasingnemer een indexatieclausule bevat.

127. 3. Bij deze bepalingen zijn aanmerkingen te maken.

Er zijn vooreerst een paar anomalieën. Wat te denken over de hypothese van de 'burgerlijke vennootschap die nog niet is opgericht', maar waarvoor bij publieke emissie kapitaal wordt aangetrokken, een niet opgerichte vennootschap waarvan men de van kracht zijnde statuten kan vragen?

Bij de burgerlijke vennootschappen bestaat toch géén 'periode van oprichting'! Ze bestaan vanaf de ondertekening door twee personen van een contract (een geschreven contract is slechts nodig 'ad probationem', en niet voor de geldigheid der vennootschap, wanneer het om een bedrag van meer dan 50 F gaat, art. 1834 C.c.). De hypothese van artikel 6 uit het decreet lijkt dan ook theoretisch te zijn. P. DELAISI deelt in dit verband mee dat de meeste 'sociétés civiles immobilières' zich houden aan de publicatie van een voorafgaandelijke nota (art. 7). Aangestipt moet ook worden dat de regering, als ze dan al een onderscheid wilde maken tussen sollicitatie van kapitaal voor of tijdens het bestaan van een vennootschap, eerder de eerste hypothese streng moest reglementeren teneinde bijv. fictieve emissies te verhinderen.

Een andere anomalie is de tussenkomst van een 'commissaire aux comptes', die de 'eerlijkheid en regelmatigheid' van het bilan der burgerlijke vennootschap moet certificieren. Deze commissarissen hebben een specifieke taak bij handelsvennootschappen: nagaan of, volgens de regelen eigen aan de boekhouding bij handelsvennootschappen, de balansen regelmatig zijn en eventueel aanmerkingen overmaken aan de algemene vergadering, die de balans zal moeten goedkeuren. Hoe zal de commissaris dan zijn taak waarnemen bij burgerlijke vennootschappen, die aan deze boekhoudkundige regelen niet onderworpen zijn, bijv. niet verplicht zijn afschrijvingen te doen?

Wat zal de commissaris doen wanneer hij aanmerkingen heeft? Hij kan ze niet voorleggen aan een algemene vergadering van aandeelhouders

want zijn taak is niet rekeningen van de beheerder te viseren en ten behoeve van een algemene vergadering toelichtingen of aanmerkingen te geven. Zijn taak is slechts het certificieren van een bilan dat ten behoeve van de publiciteit zal openbaar gemaakt worden. Voor het geval hij onregelmatigheden zou ontdekken zijn geen regelen gesteld. De commissaris heeft niet de bevoegdheid bij het te publiceren bilan zijn aanmerkingen te voegen: hij keurt goed of weigert. In dit laatste geval zal de vennootschap wat moeten bijdraaien of... een ander commissaris vinden die wél wil zijn goedkeuring geven. Overigens is die bilankwestie ook weer niet zo belangrijk: de publicatie ervan is enkel vereist voor de officiële nota in het B.A.L.O., waarin dan nog een deflatterend beeld van de vennootschap (voor wie het B.A.L.O. leest en balansen verstaat) mag staan, deze publicatie is niet vereist in de verdere propaganda-stukken.

128. Gezien de beperkte mogelijkheden als uitvoeringsbesluit kan men dit decreet niet aanwrijven dat het geen afdoende bescherming aan de spaarders kon bieden.

Dat deze spaarders onbeschermd bleven was wel duidelijk: van hen werd verwacht dat ze zelf zouden uitmaken of een voorstel vanwege een beleggingspromotor eerlijk was en dit op grond o.m. van de hen voorgelegde gegevens. Een voorafgaandelijk toezicht op de juistheid van deze gegevens die door het decreet vereist werden was (behalve t.a.v. de balans) niet voorzien en het vermelden van andere dan de vereiste aanduidingen, bijv. rendabiliteitsvoorspiegelingen, bleef volkomen vrij. In haar Jaarverslag van 1969 vroeg de 'Commission des Opérations de Bourse' dan ook dat, in het belang van de beleggers en gezien misbruiken die ze

kon vaststellen, alle publiciteit van de 'Sociétés civiles' aan haar voorafgaandelijk toezicht zou onderworpen worden (1).

Het was evenwel te betwijfelen of daarmee aan het eigenlijke probleem zou kunnen geraakt worden. Dit probleem is dat de figuur van de burgerlijke vennootschap, gekenmerkt door een gebrek-kige wettelijke regeling, gebruikt wordt voor financiële operaties waarbij de belangen van de beleggers-deelgenoten en van derden vaak nog meer bescherming oproepen dan de belangen van wie participeert in - of contracteert met de - overigens goed gecon-strueerde - handelsvennootschappen.(2).

De regeling van artikel 1832 e.v. Code civil biedt immers ruimte voor fraude, benadeling of gewoon vergetelheid. Voor de burgerlijke vennootschap ontbreken bijzondere geldigheidsvereisten, o.m. een vereiste van beginkapitaal, ontbreekt een regeling van de 'opricht-terrsaansprakelijkheid', van vaste boekhouding, van taxatie der onroerende goederen en van een liquidatie, regelingen die bij de handelsvennootschappen meestal in dwingende wetsebepalingen zijn neergelegd. Men zag soms dat 'sociétés civiles immobilières', die in hun statuten enige summiere regelingen betreffende deze pro-blemen (alleszins zonder toepasselijkheid van de strafbepalingen van de handelsvennootschappenwet) opnamen hiermee extra reclame maakten als "bijzondere bescherming" van de beleggers.

(1) De 'Commission des Opérations de Bourse' (COB) werd opgericht door de Ordonnantie nr. 67-833 van 28 sept. 1967 (D., 1967, p. 373; Commentaar J. GUYENOT, D., 1968, 139) en Decreet nr. 68-30 van 3 jan. 1968 (D., 1968, 84). De samenstelling ervan werd licht gewijzigd door de Wet nr. 70-1283 van 31 dec. 1970 (Loi de finances rectificatives 1970, D., 1971, 31). Haar bevoegdheden werden in belangrijke mate uitgebreid (op vraag van de COB zelf in haar eerste verslag van 1968) door de Wet nr. 70-1208 van 23 dec. 1970 (D., 1971, 17). De COB heeft een tweeledige taak: enerzijds houdt ze toezicht op de werking van de beurs (ze vervangt de oude beurscommissie) en anderzijds controleert ze de informatie die door de ven-nootschappen aan de spaarders moet worden verstrekt (krach-tens de nieuwe vennootschapswet nr. 66-537 van 24 juli 1966).

(2) Zie in dit verband het merkwaardige artikel van P. DELAISI, De la clandestinité des sociétés civiles, Gaz. Palais, 1968, II, p. 6 e.v.

129. Aan dit echte probleem, het niet aangepast zijn van de structuren der burgerlijke vennootschap aan de nieuwe vormen van collectieve onroerend goed belegging, kan langs wetgevende weg op drie manieren verholpen worden.

Een eerste mogelijkheid was de burgerlijke vennootschappen die deze beleggingsoperaties verrichten van een bijzonder aanvullend statuut te voorzien, een zoveelste overwoekering der regels van het Code civil naast andere bijzondere regelingen voor de 'sociétés civiles agricoles, professionnelles, sociétés de construction' enz... Een andere mogelijkheid bestond erin de regeling van de vennootschapsovereenkomst in het Code civil zelf grondig te wijzigen. Een derde, elegante, oplossing zou geweest zijn het in eigendom verwerven van onroerende goederen om ze te exploiteren, dit als belegging voor rekening van (hoofdzakelijk) anderen dan de bewoners, tot daad van koophandel te maken, al dan niet wanneer deze operaties gepaard gaan met een openbaar aantrekken van spaargelden, waarmee de vennootschappen die dit voor doel zouden hebben ipso facto als handelsvennootschap zouden moeten opgericht worden en aldus onderworpen aan de dwingende regelen van de handelsvennootschappenwet.

§ 4. De wet van 31 december 1970 (1).

De wet van 31 december 1970 'fixant le régime applicable aux sociétés civiles autorisées à faire publiquement appel à l'épargne'

(1) De verwijzing naar artikelen in deze tekst zijn artikelen van de wet. Waar bepalingen van het uitvoeringsdecreet worden bedoeld wordt dit er uitdrukkelijk bij vermeld.

hield het bij de eerste oplossing (1). Voorzien werd in een speciaal statuut voor de burgerlijke vennootschap die op het spaarwezen een openbaar beroep doet en de enige vennootschap waaraan dit in het vervolg toegelaten is (2), is deze die voor exclusief doel heeft het verwerven en het beheren van een vastgoedvermogen bestemd voor verhuring (3). Op verschillende punten wijkt het speciale statuut van deze vennootschap, en soms in belangrijke mate, af van de regeling in het Code civil. Diverse bepalingen beschermen de belangen van de vennoten of van derden.

-
- (1) De tweede mogelijkheid werd niet besproken. De oplossing om de beleggingsmaatschappijen te verplichten de vorm van handelsvennootschappen aan te nemen werd bediscussiëerd maar niet weerhouden omwille van fiscale moeilijkheden. Normalerweise zouden deze vennootschappen dan vennootschapsbelasting verschuldigd zijn wat prohibitief zou werken t.a.v. deze onroerend goed beleggingsvorm. Anderzijds zou het formuleren van fiscale vrijstellingen weer moeilijkheden meebrengen i.v.m. de afbakening van wat wel en wat niet als door de wet beoogde beleggingsvennootschap zou worden beschouwd. Over de dominante rol van het fiscale argument bij de parlementaire discussie en anderzijds het feitelijk secundair belang van dit fiscale argument, zie B. DEBRAY en M. QUATRE-POINT, Gaz. Palais, 1971, 22-23 maart, p. 1. Zie ook P. BEZARD, art. cit., nr. 23-44.
- (2) De bepalingen (art. 6, 7, 8, 9 en 10) betreffende de emissies van aandelen in burgerlijke vennootschappen in het Decreet van 15 maart 1968 (zie boven), die nog geen dergelijke beperking voorzagen worden opgeheven door art. 26 van het Decreet van 1 juli 1971 tot uitvoering van de nieuwe wet.
- (3) Art. 1, lid 2 wet 31 dec. 1970: "l'acquisition et la gestion d'un patrimoine immobilier locatif". Door lid 3 van hetzelfde artikel wordt gesteld dat niet onder toepassing van de wet vallen de vennootschappen waarvan de aandelen normaal slechts recht geven op de eigendom of het genot van welbepaalde delen van een of meerdere onroerende goederen, de zgn. 'sociétés civiles constituées en vue de l'attribution d'immeubles aux associés par fractions divisés' laatst geregeld bij wet van 16 juli 1971.

a. Kapitaal en aandelen.

130.1. Het kapitaal van deze burgerlijke vennootschap moet minimum één miljoen Fr.fr. bedragen, verdeeld in aandelen met een nominale waarde van ten minste 1.000 fr. (art. 2). Bij inschrijving moet op deze aandelen een vierde gestort worden, volstorting zal ten laatste binnen de vijf jaar na de inschrijving geschieden. Alleszins moet bij de inschrijving ook de emissiepremie integraal worden betaald (art. 6, al. 2). Het beginkapitaal moet integraal onderschreven zijn (art. 5, al.4). Inbreng in natura is mogelijk maar is aan strange evaluatie- (1) en goedkeuringsvereisten onderworpen. Voor inbreng van werk mogen geen aandelen worden aangemaakt (art. 7, al. 4).

-
- (1) Een commissaris, op verzoek van de verschillende vennootschapsinstanties door de rechtbank benoemd, wordt belast met het evalueren van inbreng in natura. De vaststelling van de waarde dezer inbreng moet goedgekeurd worden door een buitengewone algemene vergadering (een algemene vergadering, beslissend over de oprichting van de vennootschap of over kapitaalsverhoging). Vermindering van de waarde van natura inbrengen moet met eenparigheid van stemmen geschieden. Een eigenaardige sanctie is hier voorzien: zo in de processen-verbaal van deze vergadering geen melding wordt gemaakt van de uitdrukkelijke goedkeuring van de waarde van de inbreng "dan is de vennootschap niet opgericht of heeft de kapitaalsverhoging niet plaats gehad" (art. 7, al. 1 tot 3). De modaliteiten van benoeming der commissarissen, de wijze van deponderen en ter inzage leggen van hun verslag en het samenroepen van de algemene vergadering worden resp. geregeld door art. 4, 5, 6 en 17 van het uitvoeringsdecreet van 1 juli.

Voor al deze laatste bepaling dient de beleggers te beschermen tegen de praktijk van sommige beheerders of oprichters die voor hun 'diensten bij oprichting' of voor hun 'inbreng van kennis en ervaring', welke laatste uiteraard niet te (onder-)schatten zijn een aandelenpakket ontvingen. De ontkoppeling van intekeningsprijs en emissiepremie (de eerste mag 'in schijven' gestort worden, de tweede niet) maakt het onmogelijk om deze emissiepremie in de toekomst nog mee te calculeren (te camoufleren) in de prijs van het aandeel en door het vereiste van onmiddellijke betaling van de premie worden de beleggers niet alleen op papier maar ook effectief met de ware omvang ervan geconfronteerd.

Kapitaalsverhoging, aanmaak van nieuwe aandelen, mag niet geschieden zolang het beginkapitaal niet volledig is volgestort en zolang er nog aanbiedingen zijn van vennoten om hun aandeel te verkopen (art. 6, al. 3). Deze laatste zinsnede vraagt enige uitleg. De verhandelingen van aandelen worden, bij gebrek aan beursnotering (art. 34, al. 1), georganiseerd op een eigen 'markt': in speciale registers die ter zetel der vennootschap openliggen worden alle aanbiedingen van vennoten die hun aandeel willen verkopen alsmede alle aanvragen tot aankoop van aandelen geregistreerd (royement is niet mogelijk). Zolang er voldoende aanbod van aandelen is op deze markt zullen dus alle kandidaat-inschrijvers kunnen worden voldaan. Nu was het in het verleden voorgekomen dat bij een groot cessie-aanbod tot een kapitaalsverhoging, de creatie van nieuwe aandelen, werd overgegaan om met de liquiditeiten van de verkoop dezer nieuwe aandelen de cessie-aanbiedingen tegemoet te komen. Aldus werd het 'image' van de vennootschap hoog gehouden: cessies waren in 'goede omstandigheden' mogelijk en anderzijds verhoogde het kapitaal, d.w.z. het beleggingsvermogen nog (waarmee vrij grote reclame werd gemaakt).

Deze kapitaalsverhoging die er in feite geen was, waaraan geen additionele belegging beantwoordde, betekende een bedrog voor zowel blijvende als nieuwe aandeelhouders en schuldeisers van de vennootschap. Dit wordt in de toekomst onmogelijk.

Om de schuldeisers te beschermen is verder een kapitaalsvermindering die niet gemotiveerd is door gemaakt verlies, m.a.w. een terugbetaling aan de vennoten van (een gedeelte van) hun inleg, niet tegenstelbaar aan de schuldeisers die over een vordering, van vóór deze kapitaalsvermindering daterend, beschikken (art. 6, al. 4).

132.2. De aandelen in deze beleggingsvennootschappen luiden op naam (1). Een reden hiervoor, voor het niet naamloos laten circuleren van dit beleggingspapier, is de fiscale transparentie - de vennootschap betaalt geen belasting, de vennoten wel - van de burgerlijke vennootschap (2). Voor de emissie van aandelen is een uitgebreide publiciteit vereist; Allereerst moet de vennootschap voor er sprake kan zijn van aandelenemissie haar statuten of project van statuten, zo deze op een eerste algemene vergadering moeten worden goedgekeurd (3), publiceren in een dagblad dat door de wet voorgeschreven bekendmakingen mag publiceren (4).

(1) Een interessante vraag hierbij is of aandelen aan toonder zouden mogelijk zijn in de burgerlijke vennootschap. Als eerste obstakel wordt genoemd het feit dat de vennoten onbeperkt aansprakelijk zijn en verder dat zij, wanneer ze hun aandeel cederen, toch nog gehouden blijven tot de schulden die de vennootschap vóór deze cessie had aangegaan. Dat de vennoten daarom bekend moeten zijn is nog een andere zaak: het bestaan van een schuldvordering tegen hen en de concrete eisbaarheid van deze schuldvordering zijn twee verschillende zaken. O.i. mag men in dit verband wel toonderaandelen creëren, vooral als - wat meestal gebeurt - de beheerder van alle derden moet bekomen dat deze verzaken aan verhaal op de vennoten zelf. Een ander obstakel dat in België wel maar in Frankrijk niet zou bestaan is dat het creëren van toonderpapier bij ons een handelsdaad is en in Frankrijk niet (vgl. art. 2, lid 10 W.v.K. en art. 632, al. 9 Code de Commerce). Door het creëren van toonder-aandelen zou de burgerlijke vennootschap handelsdaden verrichten en de facto handelsvennootschap worden, althans in België. (De Page, Franse auteurs citerend en dus blijkbaar het verschil tussen de genoemde wetten niet merkend, meent dat ook burgerrechtelijke schuldvorderingen in toonderpapier kunnen geïncorporeerd worden. Normaal zouden dan ook de vorderingsrechten van de vennoot tegenover de vennootschap door toonderpapier kunnen worden vastgesteld). Op deze divergentie tussen Frans en Belgisch recht wees mij Prof. J. Ronse.

(2) B. DEBRAY en M. QUATREPOINT, art. cit., p. 2. Zie ook art. 35 van de wet: de vennootschappen betalen geen belasting (ressorteren niet onder art. 206-1 van de 'Code Général des Impôts') maar de vennoten betalen belasting op de ontvangsten die ze krijgen als waren het de ontvangsten van hun eigen onroerende

(2) ./.

goederen (de vennootschappelijke winsten worden in hunnen hoofde berekend volgens de artt. 28 tot 31 van de 'Code', i.c. de artt. die de opbrengst van onroerende goederen bepalen met aftrek van lasten, forfaitaire percentages enz...). De inkomsten die de vennoten ontvangen zijn dus uit 'onroerend' goed.

(3) Wijselijk wordt hier niet meer het onderscheid tussen vennootschappen die al wel of nog niet zijn opgericht (Decr. 15.3.1968, art. 6 en 7; zie de aanmerking dienaangaande in nr. 127.3).

Goedkeuring of goedkeuring met amendering van de projecten van statuut moet op dezelfde wijze gepubliceerd worden met, voor het geval dit nodig is, de voorgestelde en de geamendeerde tekst. Evenzo moet een statutenwijziging bekendgemaakt worden (art. 1 en art. 9, Decr. 1 juli 1971).

(4) Het dagblad moet er een zijn dat verspreid wordt in het departement waar de zetel der vennootschap gevestigd is. Voor handelsvennootschappen worden de statuten gedeponeerd ter griffie van de handelsrechtbanken. B. DEBRAY en M. QUATREPOINT signaleren in dit verband het volgende (art. cit., p. 1): zoals voor handelsvennootschappen geldt voor deze burgerlijke vennootschappen de regel dat bepaalde veroordeelden geen beheerder mogen zijn (art. 20 Wet 31 dec. 1970). Bij de publicatie der statuten van handelsvennootschappen is het daarom gebruikelijk dat de griffier een uittreksel uit het strafregister vraagt van alle in de akte genoemden. Deze voorafgaandelijke controle op de naleving van vermeld verbod zal dus bij de vastgoedbeleggingsmaatschappijen ontbreken. Sinds het toezicht van de COB op alle publiciteit, ook voor deze vennootschappen verplicht is, zal de facto door de COB echter zodanige preventieve controle kunnen gevoerd worden.

Vóór elke publicitaire maatregel i.v.m. inschrijvingen op aandelen en vóór de inschrijving(speriode) zelf, zowel inschrijving op het beginkapitaal als bij kapitaalsverhoging (1), moet dan in het B.A.L.O. een nota bekendgemaakt worden. Daarin worden de naam, de vorm, het doel (summier) en de zetel der vennootschap aangeduid en verder de referentie naar de bekendmaking der statuten (of projecten daarvan), wordt de wettelijke aansprakelijkheid der vennoten vermeld (hierover later) en verder de termijnen en modaliteiten van inschrijving, de waarde van de aandelen en het nummer en datum van het visum der COB voor de emissieprospectus met ook aanduiding van de wijze waarop men deze prospectus kan bekomen.

Bij een emissie ter onderschrijving van het beginkapitaal moet daarnaast het te onderschrijven bedrag vermeld worden en het aantal aandelen dat dit vertegenwoordigt; moeten, indien nodig, de voorwaarden voor een algemene oprichtingsvergadering worden aangeduid, de in de statuten bedongen voordelen voor bepaalde personen en de inbrengen in natura met de voorlopige waardebe-
paling ervan (voordelen en inbrengen die op een eerstkomende algemene stichtingsvergadering moeten goedgekeurd worden op rapport van een commissaris, aangeduid door de rechtbank).

Bij inschrijving ter gelegenheid van een kapitaalsverhoging moet eveneens worden aangeduid hoeveel de kapitaalsverhoging zal be-
dragen, welke de nominale waarde is van de aandelen (en het be-
drag dat onmiddellijk moet gestort worden) alsmede, wanneer dit het geval zou zijn, de aanduiding - met voorlopige waarde - van de inbreng die in natura zal gedaan worden. Deze nota voor kapi-
taalsverhoging moet minstens zes dagen vóór de inschrijving gepu-
bliceerd worden (in het B.A.L.O. én in een dagblad van het departement waar de zetel der vennootschap gevestigd is) en aan de aan-
deelhouders van de vennootschap worden gestuurd (art. 7, al. 14 en
15).

(1) In het uitvoeringsdecreet zijn dit twee afzonderlijke hypothesen resp. geregeld in art. 2 tot 5 en 7 tot 9. De gegevens die in de nota moeten opgenomen verschillen omdat bij de inschrijving op het beginkapitaal nog een aantal punten uit de projecten-
statuten moeten bekendgemaakt worden.

Bij elke intekening op een aandeel door een belegger moet aan deze laatste de door de COB gevisseerde emissieprospectus, 'imprimé en caractères facilement lisibles', afgegeven worden en moet van deze intekening een 'bulletin' worden opgemaakt, waarvan een afschrift eveneens aan de belegger wordt afgegeven.

Dit bulletin vermeldt, naast de belangrijkste gegevens die in de B.A.L.O.-nota worden opgenomen, het aantal onderschreven aandelen, de naam van de partijen en, bij inschrijving voor het beginkapitaal, de aanduiding van wie voor rekening van de vennootschap 'in oprichting' de gelden voorlopig zal beheren.

132.3. De aandelen worden door de vennootschap niet ingekocht: royement bestaat niet en de 'société civile de placement immobilier' wordt daarmee een eenzijdig open vastgoedfonds (nieuwe aandelen kunnen worden aangemaakt). Bij de bespreking van de wet is wel even ter discussie gekomen de vraag of men ook voor deze beleggingsvorm, zoals voor de S.I.C.A.V. (société d'investissement à capital variable) (1), niet een (bepakt) royementsrecht moest voorzien. Men heeft dit evenwel niet als vereiste gesteld op grond van de volgende overweging: de vastgoedbeleggingsvennootschappen hebben een taak in het spaarwezen, door het aanbieden van attractieve beleggingen, en op de onroerend-goed markt, door het speculatievrij in hun vermogen houden van gebouwen bestemd voor verhuring (exclusief doel). Om deze redenen wilde de wetgever hun patrimonium en opbrengst niet amputeren door fiscale druk. Om dezelfde reden wil men het effectief beleggingsvermogen niet verkleinen door een voor royement noodzakelijk (voor te schrijven) percentage liquiditeiten.

(1) Beleggingsmaatschappijen in roerende waarden, die volledig 'open-end zijn'. Zie hiervoor het Decreet nr. 63.966 van 20 sept. 1963 (D., 1963, 297) en het Arrêté van 14 okt. 1963 (D., 1963, 318) en het commentaar A. DALSACE, D., 1964, 1-3. ('Gewone roerende beleggingsmaatschappijen bestonden sinds 1945, Ord. nr. 45-2710 van 2 nov. 1945, de mogelijkheid voor 'open-end' belegging bestond sinds 1957, Decr. nr. 57-1341 van 28 dec. 1957, D., 1958, 18).

Het verhandelen van aandelen (art. 8) kan in de statuten vrij geregeld worden: behalve voor erfopvolging, verdeling van de huwelijksgemeenschap, cessie tussen echtgenoten, descendentes of ascendenten kan de overdracht van een aandeel onderworpen worden aan de toestemming van een in de statuten aangeduid vennootschaps- 'orgaan' (1). Een procedure is voorzien voor het toelating vragen en voor het notifiëren van deze toelating of van een weigering. Weigert de bevoegde vennootschapsinstantie de cessie dan moet zij binnen de maand na notificatie van haar beslissing een ander koper aanduiden (tenu de 'faire acquérir' les parts par...) of - met toestemming van de cedant - zelf het aandeel inkopen en dit in het raam van een kapitaalsvermindering (een uitzonderlijke royements-regeling). Bij gebreke aan overeenkomst m.b.t. de prijs wordt deze bepaald volgens artikel 1868 Code Civil (2). Eenzelfde toestemmingsclausule kan ingelast worden m.b.t. de inpandgeving van aandelen. Heeft de vennootschap hiervoor haar toestemming gegeven dan kan ze zich later niet verzetten tegen realisatie van het pand (3). Wel mag ze, wanneer de schuldeiser tot realisatie wil overgaan dit voorkomen door zelf, zonder uitstel, de aandelen over te nemen (te bekrachtigen door kapitaalsvermindering).

(1) Overgenomen wordt art. 274 Venn.-W. (Wet nr. 66-537 van 24 juli 1966).

(2) Zoals gewijzigd door de wet van 24 juli 1966. Dit artikel handelt over verblijvingsbeding. De waardebepaling van de aandelen geschiedt volgens alinea 5 door experts, geaccrediteerd bij de rechtbank, door partijen of, bij gebreke van akkoord door de rechter.

(3) Volgens art. 2078, al. 1, C.C. De tekst van de wet neemt hier art. 277 Venn.-W. over.

Alhoewel m.b.t. de regeling van de weigering tot cessie en aanduiding van een andere koper door de vennootschap de regeling terzake bij de handelsvennootschappen (1) wordt overgenomen zijn de termijnen, binnen dewelke deze procedures verlopen, in de wet van 31 december 1970 korter gehouden. De vennootschap heeft hier twee maanden tijd om te weigeren (antwoordt ze niet dan mag gecedeerd worden) en binnen de maand na deze notificatie moet een andere koper aangeduid zijn (zoniet mag de geweigerde cessie toch doorgaan; de vennootschap kan evenwel aan de rechtbank verlenging van deze laatste termijn vragen). In de regeling van artikel 275 Vennootschapswet bedragen deze termijnen drie maanden. De kortere procedure wordt hier voorzien omwille van het feit dat de beleggers in vastgoedvennootschappen geen echte 'markt' hebben om hun aandeel aan te bieden, moeilijker een koper kunnen vinden dan de aandeelhouders van handelsvennootschappen. De markt voor aandelen in sociétés civiles wordt in de wet toch nog beter georganiseerd dan vroeger het geval was. Zoals reeds vermeld moet elke vennootschap een speciaal register aanhouden waarin alle door de vennootschap ontvangen aanbiedingen tot verkoop en aankoop worden genoteerd. Het gaat hier niet om de bovengenoemde toelatingsverzoeken (deze moeten enkel geschieden wanneer er een toestemmingsclausule in de statuten staat) maar om een openbare en eerlijke registratie van deze markt. De vennootschap zelf of de beheerder komen niet meer tussen als bemiddelaar, zoals dit vroeger het geval was en wat meestal betekende dat ze dezelfde registers in het geheim bijhield, aldus in de mogelijkheid gesteld om de marktprijs zelf te "maken" of te flatteren.

(1) Art. 275 Venn.-W.

Nu zal de praktijk moeten uitmaken hoe dit nieuwe 'marktregister' zal functioneren. Onder meer zal dit afhangen van de banken, die zelf ook als - weliswaar zeer kleine - markt voor hun eigen cliënten functioneren en verder van het aantal transacties dat gewoon tussen particulieren zal plaatsvinden zonder inschrijving in de registermarkt (wel zal in voorkomend geval toelating moeten gevraagd worden voor de transactie en uiteraard - het gaat om aandelen op naam - moet de transactie resulteren in een wijziging van het aandelhoudersregister). Wat zou kunnen gebeuren is dat de prijs van de aandelen op het 'marktregister' geïnflatteerd zou worden omdat er meer vragen voor aankoop dan aanbiedingen tot cessie zouden geregistreerd worden. Wie immers wil verkopen hoeft dit cessie-aanbod niet te laten registreren en kan eerst zelf zoeken naar een koper. Andersom zullen praktisch alle aanvragen voor aandelen geregistreerd worden omdat ze, zij het langs een bank, aan de vennootschap ter kennis gebracht worden. Ook bijv. de professionele verkopers, de 'wettig optredende' démarcheurs van de vennootschap, moeten de aankoopvragen doorgeven. Door het - misschien kleine verschil tussen vraag en aanbod zou de prijs stijgen. Voegt men daarbij dat geen nieuwe aandelen mogen aangemaakt worden (en dit slechts door kapitaalsverhoging) zolang er nog cessie-aanbiedingen zijn dan zal de prijs van de aandelen op dat ogenblik wel 'hoog staan'.

Aan deze redenering ligt tot grondslag dat er ongeveer evenveel aanbiedingen tot cessie als koopaanvragen zouden zijn, waarbij de eerste niet, de tweede wel allemaal geregistreerd worden.

B. DEBRAY en M. QUATREPOINT menen te weten dat ieder jaar ongeveer tien procent van de aandelhouders hun aandeel weer kwijt willen, en zulks vrij kort na de aankoop ervan. Geloof men anderzijds de cijfers vanwege de 'sociétés civiles' dan groeit het aantal nieuwe inschrijvingen wel aanzienlijker (ieder jaar van 20 tot -soms- 70 %). Nu moet ook aangestipt worden dat de kapitaalsverhogingen vrij aanzienlijk kunnen zijn zodat er een 'ruime voorraad' te verkopen nieuwe aandelen kan zijn: door de dosering van de kapitaalsverhogingen kan de vennootschap inwerken op de 'markt' van het register.

Hoe dan ook, door het invoeren van dit 'marktregister' heeft men wel verholpen aan het euvel der 'bemiddeling' van de vennootschapsbeheerder, bemiddeling die tot misbruiken kon leiden, maar de aanleiding daartoe heeft men niet weggewerkt, te weten het bestaan van dubbele prijzen voor de beleggingen, m.n. enerzijds een prijs op grond van de (beleggings-)inventariswaarde, de werkelijke prijs, en anderzijds een "marktprijs". Uiteraard is het echter moeilijk alleen de inventarisprijs te houden wanneer er geen royement voorzien is. Immers, met royement krijgen de cedanten de werkelijke prijs van hun aandeel. De vragers anderzijds kunnen altijd tegen dezelfde werkelijke prijs aandelen kopen; waarom zouden ze dan meer betalen (en toch hetzelfde krijgen) aan een aandeelhouder.

133.1. Een groot bezwaar dat aan aandelen in een burgerlijke vennootschap kleeft, is de verantwoordelijkheid van de vennoten voor de schulden. Deze verantwoordelijkheid wordt vaak in de volgende regel uitgedrukt: "vennoten zijn persoonlijk, onbeperkt en voor hun mansdeel gehouden tot de schulden van de vennootschap, aldus artikel 1863 Code Civil".

Nu voorziet art. 1863 -in fine- zelf al wel dat de vennoten tegenover de schuldeisers kunnen bedingen dat ze tot de schuld zullen bijdragen in verhouding tot hun aandeel in de vennootschap en niet voor gelijke delen ("mansdeel").

Verder wordt door sommige auteurs, hierin bijgetreden door bepaalde vonnissen maar bestreden door het Hof van Cassatie, voorgehouden dat sinds de erkenning van de rechtspersoonlijkheid der burgerlijke vennootschap de schuldeisers hun schuld eerst op het vermogen van de vennootschap moeten verhalen en dat ze pas wanneer dit vermogen ontoereikend is, de vennoten persoonlijk, "ter garantie", kunnen aanspreken. In feite is dit ook wat meestal wel gebeurt.

Op dit laatste willen we even verder ingaan. Artikel 1863 van het Code Civil luidt als volgt: "de vennoten zijn gehouden tegenover de schuldeisers waarmee zij (of de daartoe door hen gemachtigde -artikel 1862-) hebben gehandeld. In de optiek van het wetboek bestaat er geen vennootschap als dusdanig, als rechtspersoon, is er alleen een samenwerkingsovereenkomst tussen partijen, de vennoten, en de schulden die in het raam van deze samenwerking worden gemaakt worden rechtstreeks geïmputeerd aan de vennoten, zijn hun schulden, zoals ook de goederen die worden verworven hun goederen, hun mede-eigendom, worden (1). Het zijn de vennoten die met de schuldeiser handelen, de schulden komen in hun persoonlijk vermogen en daarom zal de schuldeiser ook hen persoonlijk aanspreken, hij zal zijn vordering direkt op het persoonlijk vermogen van de vennoten verhalen.

(1) Dit moet wel in deze zin gerelativeerd worden: er kan een vermogen bestaan dat niet samenvalt met het vermogen van de vennoten maar waarvan de vennoten samen mede-eigenaar zijn.

Erkent men nu dat uit deze samenwerking eigen rechten en plichten, eigen belangen, onderscheiden van die der afzonderlijke vennoten kunnen voortkomen, m.a.w. erkent men dat de vennootschap als dusdanig een eigen persoonlijkheid heeft, onderscheiden van die der vennoten en een eigen vermogen, onderscheiden van dat der vennoten kan hebben (1) dan is het de vennootschap als dusdanig die de schulden aangaat en de vennootschap als dusdanig die eigenaar wordt van het vermogen (2). Wanneer gesteld wordt dat het de vennootschap is die de schulden aangaat is daarmee echter niet gezegd dat de vennoten zelf voor deze schulden niet gehouden zijn. De rechtspersoonstechniek biedt aan diegenen voor wie de rechtspersoon de personificatie is van hun streven naar een gemeenschappelijk doel, wél de mogelijkheid om de bestemming van een deel van hun vermogen te beperken tot de realisatie van dit gemeenschappelijk doel, door dit vermogensdeel af te zonderen, in te brengen in het nieuwe vermogen van de rechtspersoon. Men kan dit het actief begrip rechtspersoonlijkheid noemen.

Een andere zaak is dat, wanneer -in de franse visie- samenwerkenden de eigen belangen van hun samenwerking mogen personifiëren, dat zij een deel van hun vermogen mogen voorbehouden, en dan uitsluitend voorbehouden, voor de samenwerking, dit nog niet wil zeggen dat zij uitsluitend dit 'ingebrachte' deel van hun vermogen voorbehouden voor de samenwerking, dat zij het vermogen waarmee het gemeenschappelijk doel gerealiseerd zal worden mogen beperken tot wat ieder van hen ingebracht heeft, afgezonderd heeft uit zijn eigen vermogen, dat zij voor hun samenwerking niet verder dan voor dit vermogen zullen verantwoordelijk zijn. Dit laatste kan men de passieve kant (het gehouden zijn) van de rechtspersoonstechniek noemen. Is de mogelijkheid om de bestemming van een bepaald vermogensdeel te beperken tot de realisatie van een samenwerkingsdoel geen gunst van de wetgever (3), de mogelijkheid om zijn verantwoordelijkheid voor deze samenwerking te beperken tot dit bepaald vermogensdeel is wel een gunst van de wetgever en onderworpen aan strenge voorwaarden (voldoende omvang van dit vermogen, grotere scheiding tussen dit vermogen en wie het afgezonderd heeft, bijv. het kan niet zonder meer teruggenomen worden enz...).

(1) Voor de arresten die de rechtspersoonlijkheid van de burgerlijke vennootschap erkennen: Req., 23 febr. 1891 en Civ., 28 jan. 1954, zie CAPITANT, JULLIOT DE LA MORANDIERE, WEILL, Les grands arrêts de la jurisprudence civile, Parijs, 1964, p. 30-35.

(2) Het bovengeciteerde arrest van 23 febr. 1891 past dit toe: de burgerlijke vennootschap is eigenaar van de vennootschappelijke onroerende goederen zodat de vennoot, die m.b.t. deze goederen tegenover de vennootschap slechts over een roerende vordering beschikt, geen onroerend goed van de vennootschap kon verhypothekeren.

(3) Civ., 28 jan. 1954, boven geciteerd.

Rechtspersoonlijkheid betekent eigenlijk de bevestiging van de complexe vertegenwoordigingsfiguur die bij de vennootschaps-overeenkomst ontstaat door het feit dat ieder van de vennoten zich bepaalde beschikkingen ontzegt over de voor het vennootschapsdoel 'voorbehouden goederen' in zijn eigen patrimonium, d.w.z. enkel voor dit doel over deze goederen zal beschikken en anderen toelaat om, voor het vennootschapsdoel optredend, eveneens over genoemde eigen goederen te beschikken. Om de verwarring die hieruit kan ontstaan - het is aan derden niet meer duidelijk van wie die goederen, waarover men, krachtens de vennootschapsovereenkomst wederzijds mag beschikken - te vermijden worden de voor de vennootschap voorbehouden goederen afgezonderd en ondergebracht bij een rechtspersoon, waarvoor dan een vertegenwoordiger wordt aangeduid. Deze vertegenwoordiger verbindt, in die hoedanigheid, enkel het vermogen van de rechtspersoon.

Maar terzelfdertijd verbindt hij ook de vennoten. Immers, vóór de 'voorbehouden' goederen bij een rechtspersoon werden ondergebracht verbonden de vennoten mekaar wederzijds voor de schulden, ook voor zover die schulden de voorbehouden goederen in waarde te boven gingen. Mogen zij nu de voor de samenwerking voorbehouden goederen - in de Franse visie - bij een rechtspersoon stallen dan blijven zij, zoals gesteld, voor de schulden van die samenwerking toch verder dan ten belope van dit "aparte" vermogen gehouden. Wie hun samenwerkingsdoel zal realiseren, de "zaakvoerder" is èn vertegenwoordiger van dit aparte vermogen (hij zal bij voorkeur deze goederen gebruiken) èn - voor zover hij schulden aangaat - vertegenwoordiger van de vennoten, die verder dan dit vermogen gehouden blijven. Hij verbindt het vermogen en terzelfdertijd (als het om schulden gaat) de vennoten, en zulks voor de gehele schuld (1).

(1) Zie i.v.m. deze problematiek: de V.O.F. in België, J. RONSE, Algemeen Deel van het Vennootschapsrecht, Leuven, 1970, p. 251 e.v.

Bij de discussie over de vraag wie de schuldeisers van de vennootschap mogen aanspreken ter voldoening van hun vordering gaat het nu niet om het principe zelf van het onbeperkt, persoonlijk gehouden zijn van de vennoten. Daarover gaan alle auteurs akkoord.

Ook de auteurs die de stelling verdedigen dat schuldeisers van de vennootschap eerst het vermogen van de vennootschap moeten uitwinnen en pas daarna de vennoten zelf mogen aanspreken, houden het bij de persoonlijke aansprakelijkheid van de vennoten. Deze laatsten hebben een deel van hun vermogen afgezonderd maar blijven verder verantwoordelijk voor wat daarmee gebeurt. Komt de vennootschap tekort, dan zullen zij "bijstorten". De vennoten zijn wel persoonlijk gehouden, zij zijn evenwel niet meer 'rechtstreeks' gehouden omdat zij zelf, rechtstreeks, de schuld niet hebben aangegaan. Zij zijn voor hun vennootschap verantwoordelijk betekent dan: zij staan er borg voor. Een vonnis van het Tribunal Civil des Andelys drukt de daaruit volgende regel aldus uit: "het is de vennootschap die met de schuldeisers contracteerde en hun ware schuldenaar is; pas wanneer het eigen vermogen van de vennootschap niet meer volstaat kunnen de schuldeisers het persoonlijk vermogen van de vennoten tot waarborg (van de vennootschapsschuld) aanspreken" (1).

(1) Trib. civ. des Andelys, 8 juli 1937, D., 1937, 542.

De franse tekst luidt als volgt: "Attendu que la société est donc la débitrice réelle de la demanderesse et que ce n'est qu'en cas d'insuffisance de ses bien propres que ceux appartenants aux assoxiés pourraient venir garantir les engagements jusqu'à concurrence de leurs parts viriles".

Wat de rechtbank o.i. met deze 'waarborg' beoogt te zeggen is zeker niet aan te duiden dat de vennoten hier een verplichting hebben uit artikel 2011 Code Civil maar wel dat de vennoten zoals een borg gehouden zijn, d.w.z. gehouden voor een saldo, op voorwaarde dat dit saldo er is en op het ogenblik dat er dit saldo is. Dit is nu in de burgerlijke vennootschap niet zo: vennoten in de burgerlijke vennootschap zijn gehouden tot de schulden vanaf het ogenblik dat de vennootschap zelf ervoor gehouden is en door dit laatste feit (1) zoals ze ook tot het vermogen van de vennootschap gerechtigd zijn vanaf het ogenblik dat deze eigenaar wordt van een zaak (2). Dit gehouden, resp. gerechtigd zijn van de vennoten is weliswaar niet van dezelfde aard als dat van de vennootschap; deze laatste is, wanneer zij is opgetreden middels haar bevoegde vertegenwoordiger, zonder meer en integraal voor de schuld gehouden; de vennoten staan persoonlijk slechts voor hun mansdeel in tegenover derden-schuldeisers en op voorwaarde dat die schuldeisers bewijzen -willen ze de vennoten aanspreken- dat de schuld vennootschaps-schuld is. De vennootschap wordt eigenaar van een onroerend goed en de vennoten zijn daardoor gerechtigd tot dit onroerend goed maar dit gerechtigd zijn is geen eigenaarschap, wél een roerende vordering tegenover de vennootschap. Het franse hof van cassatie bevestigde dit gehouden zijn der vennoten vanaf en door het feit van de verbintenis der vennootschap in een arrest van 6 februari 1969 (3). Daaruit volgt, aldus het Hof, dat de vennootschaps-schuldeisers de keuze hebben tussen ofwel de vennootschap aanspreken -en dit voor de gehele schuld- ofwel de vennoten -voor hun mansdeel-. De weinig gemotiveerde uitspraak van het Hof kan als volgt worden samengevat: wat er ook moge veranderd zijn door de rechtspersoonlijkheid van de burgerlijke vennootschap, artikel 1863 blijft wat het is en geeft de schuldeisers de onvoorwaardelijk mogelijkheid om de vennoten persoonlijk aan te spreken.

-
- (1) Ze zijn niet met de vennootschap gehouden (niet 'conjointement' met de vennootschap).
 - (2) Dat de vennoten, in tegenstelling tot de aandeelhouders in een kapitaalsvennootschap niet gerechtigd zijn tot een saldo blijkt o.m. uit de verdelingsregeling van de burgerlijke vennootschap die in dezen verwijst naar de erfrechtelijke verdeling: ieder zijn deel in alle goederen en schulden.
 - (3) D., 1969, 434 met noot B. BOULOC. Zie een gelijkaardige uitspraak: Parijs, 21 okt. 1942, Gaz. Pal., 1942, 2, 229.

Afgezien van het feit dat de vennoten inderdaad gehouden zijn en dat de schuldeisers principiëel rechtstreeks de vennoten kunnen aanspreken verdient het toch verdere overweging dit laatste principe met redelijkheid toe te passen.

Het vermogen dat de vennoten afzonderen, het vennootschapsvermogen, is éérst het executieobject van de vennootschapsschuldeisers: te hunnen behoefte, en voor zover zij schuldvorderingen hebben, is dit vermogen uitsluitend voorbehouden. Persoonlijke crediteuren van de vennoten kunnen niet, zolang de vennootschapsschulden niet voldaan zijn, op het vennootschapsvermogen hun schuld verhalen (1). Als het vennootschapsvermogen eerst het executieobject van de vennootschaps schuldeisers is, is het dan ook niet redelijk dat zij eerst op dat vermogen executeren?

Dikwijls vertekent men deze problematiek door het zo te stellen alsof het vennootschapsvermogen voor de (vennootschaps)schuldeisers is en het eigen vermogen van de vennoten voor deze laatsten zelf. Dit zijn echter geen vergelijkbare dingen. Ofwel luidt het: het vennootschapsvermogen dient voor de samenwerking, het persoonlijk vermogen voor de eigen behoeften der vennoten. Of anders - sprekende over schuldeisers - luidt het: het vennootschapsvermogen dient als onderpand voor de vennootschapsschuldeisers, het persoonlijke als onderpand voor de persoonlijke schuldeisers. Door de regel van artikel 1863 zijn de vennootschaps-schuldeisers ook persoonlijke schuldeisers.

Zij kunnen de andere persoonlijke schuldeisers, die niets met de vennootschap te maken hebben, benadeligen door het persoonlijk vermogen van de vennoten, onderpand voor allen, uit te putten en het vennootschapsvermogen, waar de eigenlijke persoonlijke schuldeisers niet mogen aankomen, laten liggen als borg voor de toekomst, voor verdere schulden.

Het lijkt redelijk dat de schuldeisers die met de vennootschap, en daarmee toch ook omwille van het vermogen van de vennootschap, handelden, eerst het vennootschapsvermogen aanspreken omdat dit vermogen ook eerst voor hen tot onderpand dient en als dat niet zou helpen (we willen niet stellen: pas als dat niet geholpen heeft) de vennoten persoonlijk.

(1) Zie daarvoor de rechtspraak bij Planiol en Ripert, Traité, XI, nr. 1041.

Zoals echter van de regel dat ieder voor zijn mansdeel tegenover de schuldeisers gehouden is luidens artikel 1863 in fine, kan afgeweken worden door in de overeenkomst met deze schuldeisers te bedingen dat de vennoten in verhouding tot hun aandeel zullen instaan voor de schuld, zo kan men ook in overeenkomsten met de schuldeisers bedingen (op grond van hetzelfde artikel) dat deze laatsten verzaken aan hun recht om hun schuldvordering op de vennoten zelf, op het persoonlijk vermogen van deze laatsten, te verhalen (1).

Door dit laatste realiseert men dan onrechtstreeks en tegenover bepaalde schuldeisers, een aansprakelijkheid, beperkt tot de inleg. Deze 'beperking' van hun gehouden-zijn brengen de vennoten niet uit eigen macht aan: zij oefenen geen recht uit om hun aansprakelijkheid te beperken (zij creëren geen burgerlijke vennootschap met beperkte aansprakelijkheid want de wet verleent hen deze bevoegdheid niet) maar het zijn de schuldeisers die verzaken aan hun recht om de vennoten persoonlijk aan te spreken. Uit een en ander volgt dat een clause met bovengenoemde draagwijdte in de statuten, die de vennoten zelf uitvaardigen, geen grondslag kan vinden:

-
- (1) Over deze laatste mogelijkheid: zie Req., 21 febr. 1883, S. 1883, I, 361 met de belangrijke noot van LABBE; en Civ., 23 juni 1904, D., 1905, I, 25 met noot PERCEROU. De beperking der aansprakelijkheid tot de inleg werd vooral door HOUPIN-BOSVIEUX, *Traité des Sociétés*, I, uitgewerkt (zowel op grond van artikel 1862 C.C., het bevoegdheid geven aan de beheerder om de vennoten slechts tot hun inleg te verbinden, een mogelijkheid die als niet geldig wordt beschouwd, als op grond van artikel 1863, de clauses in de overeenkomst met de schuldeisers). Tegen deze beperking: AUBRY en RAU, *Cours de droit civil français* (5^e éd. 1928) VI, § 377, p. 10, noot 16. Voor de mogelijkheid op grond van art. 1863 in fine C.C.: PLANIOL en RIPERT, loc. cit.; RIPERT en BOULANGER, *Traité*, II, nr. 2212. Ook in het reeds gesignaleerde vonnis van Trib. Civ. Andelys van 1937 wordt melding gemaakt van een dergelijke clause maar in het voorliggende geval had de schuldeiser zich niet akkoord verklaard: "L'article 10 (- van de vennootschapsovereenkomst-) prévoit que les associés ne seront tenus que jusqu'à concurrence de leurs parts sociales, mais seulement dans les cas de consentement précisé des contractants à la convention intervenue, ce qui n'est pas le cas en l'espèce...".

ze zal niet aan derden tegenstelbaar zijn (wel zal ze gelden tussen vennoten). Clausules met deze draagwijdte zullen uitdrukkelijk in de overeenkomst met elke schuldeiser apart moeten bedongen en door laatstgenoemde goedgevonden worden (1).

Een gevolg is o.m. dat voor verbintenissen die niet uit overeenkomst volgen geen dergelijke beperking kon bedongen worden. Voor burgerlijke vennootschappen met een onroerend goed vermogen is dit belangrijk: grote schadeloosstellingsvorderingen kunnen immers naar aanleiding van voor de onroerende goederen opgelopen aansprakelijkheid ontstaan.

(1) Com. 10 febr. 1969, D., 1969, Somm., 79.

In de rechtspraak werd altijd gesteld dat het de schuldeiser is die met deze beperking, verzaking aan zijn eigen recht, moet akkoord gaan. De bedoeling van het Code civil was niet zo duidelijk. In het rapport van Bouteville aan het Tribunaat, wordt m.b.t. het gehouden zijn gesteld dat de schuldeiser ieder vennoot voor een gelijk deel mag aanspreken, "à moins qu'il n'a été averti par la convention même que l'un des associés avait une part moindre que les autres et qu'il n'entendait s'engager qu'en proportion de sa part".

(P.A. FENET, Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil, Parijs, 1827, T. IX, p. 413).

133.2. In de statuten van de 'sociétés civiles immobilières' kwamen afwijkende regelingen i.v.m. de aansprakelijkheid praktisch altijd voor. Meestal ging de formulering ervan terug tot de door HOUPIN en BOSVIEUX voorgestelde. Artikel 12 van de statuten Garantie Foncière is als volgt opgesteld. Allereerst wordt bevestigd dat de vennoten tegenover derden voor de verbintenissen van de vennootschap gehouden zijn volgens de bepaling van artikel 1863 Code Civil (1). In hun onderlinge verhoudingen echter zullen de vennoten, aldus alinea 2, gehouden zijn in verhouding tot het aantal aandelen dat ze bezitten. Een derde alinea luidt dan als volgt: "Bovendien moet de zaakvoerder, die de vennootschap vertegenwoordigt, in alle akten die een verbintenis van de vennootschap tegenover derden inhouden, van de schuldeisers uitdrukkelijke verzaking bekomen van het recht dezer laatsten om tegenover de vennoten persoonlijk een vordering in te stellen. Dit moet er voor instaan dat geen vennoot blootgesteld wordt aan verhaal op zijn persoonlijk vermogen. Voor het niet bedingen van deze verzaking is de zaakvoerder persoonlijk aansprakelijk"(2). Deze derde alinea vraagt enige toelichting.

(1) In de optiek van HOUPIN en BOSVIEUX is deze bepaling nodig omdat daarzonder en met aansprakelijkheidsbeperkingen de vennootschap haar burgerlijk karakter zou verliezen. Sinds het Decreet van 1968 was de vermelding van de aansprakelijkheid uit art. 1863 eveneens verplicht.

(2) De franse tekst luidt als volgt: 'En outre, dans tous les actes contenant engagement envers un tiers, la gérance, ayant qualité pour représenter la société, devra, sous sa responsabilité personnelle, obtenir des créanciers, une renonciation expresse à leur droit d'exercer une action contre les associés personnellement, de telle sorte, qu'aucun associé ne soit exposé à être l'objet de poursuites sur les biens lui appartenant'. Over deze clausule: RIPERT, Société Civile, in Répertoire Dalloz, nr. 170.

Aan de zaakvoerder wordt opgedragen de verzaking te bekomen vanwege de schuldeisers aan hun recht uit artikel 1863, zoals dit recht in de vorige paragraaf werd omschreven: na uitputting van het vennootschapsvermogen de vennoten persoonlijk aan te spreken.

Deze opdracht aan de zaakvoerder moet niet verward worden met een constructie die in de vroegere franse rechtsleer werd voorgesteld om de aansprakelijkheid in de burgerlijke vennootschap te beperken. Op grond van artikel 1862 Code Civil, naar luid waarvan een vennoot de andere ^{vennoten} niet kan verbinden zonder dat deze hem daartoe de macht hebben gegeven, zouden de vennoten, in de statuten, aan de beherende vennoot slechts de macht geven hen te verbinden ten belope van hun inbreng. Deze formulering werd echter afgewezen door de meerderheid van de rechtsleer, hoofdzakelijk omdat artikel 1862 niet beoogde de aansprakelijkheid van vennoten tegenover derden te regelen en dus bezwaarlijk als grondslag van genoemde formule kon aangevoerd worden (1).

De zaakvoerder is niet alleen verplicht deze verzaking van de schuldeisers te bekomen; luidens de formulering van artikel 12 van bovengeciteerde statuten zal hij het zo moeten regelen dat de vennoten persoonlijk niet vervolgd zullen worden. De sanctie van de niet nakoming van deze verplichting door de zaakvoerder is dat hij persoonlijk aansprakelijk zal zijn tegenover de vennoten.

Overeenkomsten die door de zaakvoerder met miskenning van deze verplichting zijn afgesloten zijn dus geldig. Derden-schuldeisers zullen de vennoten persoonlijk aanspreken voor het 'mansdeel' in de schuld en deze vennoten zullen achteraf op de zaakvoerder het door hen aan de schuldeisers betaalde bedrag kunnen verhalen. Voor de vennoten is het dan maar wenselijk dat deze zaakvoerder solvabel is.

(1) Zie hiervoor: PLANIOL en RIPERT, loc. cit.; RIPERT, art. cit., nr. 169.

Artikel 12 van de 'Garantie foncière'-statuten heeft niet voor gevolg dat de vennoten slechts ten belope van hun inbreng zullen aansprakelijk zijn, ook niet wanneer schuldeisers in hun overeenkomst met de zaakvoerder verzaken aan hun recht om de vennoten persoonlijk aan te spreken.

In hun onderlinge relaties zullen de vennoten, naar luid van alinea 2, voor de schulden gehouden zijn in verhouding tot hun inleg. Nergens is evenwel een bepaling opgenomen dat zij binnen deze verhouding - in absolute bedragen uitgedrukt - maximaal slechts ten belope van hun inbreng zullen gehouden zijn tot de schulden, dat zij slechts ten belope van hun inbreng zullen delen in het verlies van de vennootschap (1). Inderdaad, het feit dat de vennoten een in geld uitgedrukt bedrag inbrengen betekent nog niet dat ze niet verder dan het verlies van deze inbreng zullen moeten tussenbeide komen bij negatief resultaat op het einde van de vennootschap. Wanneer de activa niet meer voldoen om aan de schulden tegemoet te komen dan rust op de vennoten de verplichting om 'bij te storten'. De zaakvoerder of de vereffenaar zullen dan tegen de vennoten deze vordering tot bijdrage in het verlies, vordering van de vennootschap tegen haar vennoten, instellen. Met hun persoonlijk vermogen zullen de vennoten voor dit verlies moeten instaan.

Derden-schuldeisers, die wel aan de uitoefening van hun eigen recht om, bij gebreke aan voldoende activum van het vennootschapsvermogen, persoonlijk de vennoten aan te spreken verzaakten, kunnen dan op grond en volgens de modaliteiten van artikel 1166 Code Civil, de genoemde vordering van de vennootschap tegenover de vennoten, vordering tot bijdrage in het verlies, uitoefenen.

(1) Artikel 27 der statuten, handelend over winst en verlies stelt dat de vennoten in het verlies zullen bijdragen in verhouding tot hun aantal aandelen.

Het uiteindelijk effect van de met ronkende reclame omgeven 'aansprakelijkheidsbeperking' is dan dat de vennoten zolang de vennootschap niet in liquidatie wordt gesteld 'gerustgelaten worden' door de schuldeisers, maar dat ze, als het allemaal slecht afloopt, wel en met hun persoonlijk vermogen moeten instaan voor de schulden, ten belope van méér dan hun inbreng en weliswaar in verhouding tot hun inbreng, maar dat laatste is een heel gewone (praktisch altijd voorkomende) clause.

133. De aansprakelijkheid van de vennoten (bedoeld wordt de aansprakelijkheid tegenover derden; de onderlinge verhoudingen kunnen immers in de statuten geregeld worden) in de burgerlijke vennootschap die op het sparend publiek een beroep doet, is in de wet van 31 december 1970 als volgt geregeld. Artikel 4 van de wet bevestigt allereerst de stelling dat de vennoten persoonlijk niet door de schuldeisers kunnen worden aangesproken dan wanneer de vennootschap reeds tevergeef werd vervolgd. Wanneer de vennoten daarna toch aangesproken worden dan zullen zij, in afwijking van artikel 1863 Code civil, aldus hetzelfde artikel, slechts tegenover de schuldeisers gehouden zijn in verhouding tot hun aandeel in het kapitaal der vennootschap en dit gehouden zijn zal -absoluut- beperkt zijn tot tweemaal de waarde van dit aandeel. Een tweede alinea verplicht dan de vennootschap om een verzekeringscontract te sluiten dat de burgerlijke aansprakelijkheid van de vennootschap voor de onroerende goederen waarvan ze eigenaar is, moet dekken. Zoals in Frankrijk nogal gebeurt, wordt ook hier, door de eerste alinea van artikel 4, de rechtspraak verlost van een netelig probleem, m.n. de vraag of het vennootschapsvermogen verplicht preferentiëel executieobject van de vennootschapsschuldeisers is.

(1) Zie bijv. art. 2 en 3 van de wet van 28 juni 1938 op de burgerlijke vennootschap ter organisatie van appartementsmede-eigendom". Artikel 2 en 3 bevestigen onrechtstreeks dat de vennoten gehouden zijn bijkomende stortingen te doen teneinde het gebouw te kunnen afwerken. Voor deze wet en commentaar Chevallier, D., 1939, 73-90: voor artikel 2 en 3, p. 75.

In de optiek van de wetgever moet deze vraag positief beantwoord worden en, blijkens de tekst van artikel 4, geldt deze positieve beantwoording niet enkel voor de door deze wet geregelde burgerlijke vennootschap die op het spaarwezen een beroep mag doen. De tekst van het bedoelde artikel laat immers zeer duidelijk voorkomen dat alleen het proportioneel aan de inleg en ten belope van tweemaal de inleg gehouden zijn van de vennoten, en niet de beaming van het verplicht preferentiëel karakter van het vennootschapsvermogen voor de vennootschapsschuldeisers, een afwijking is van artikel 1863 Code Civil (1).

De wettelijke regel dat de vennoten in de door deze wet georganiseerde vennootschap slechts in verhouding tot hun aandeel in het kapitaal zullen kunnen aangesproken worden voor de schulden biedt de spaarders voortaan een redelijke bescherming, ook wanneer de beheerder "vergat" deze andere verhouding tegenover derden te bedingen of wanneer derden er niet mee akkoord gingen. Men moet daarbij voor ogen houden dat derden-schuldeisers t.a.v. sommige beleggingsvennootschappen niet altijd zo'n "derden" waren. Het kwam voor dat een "société civile de placement immobilier" omgeven was door "dienst"-vennootschappen, die aan prospectie deden, die zelfs als voorlopige eigenaar functioneerden van onroerende goederen die door de beleggingsvennootschap zouden aangekocht worden, of gewoon eigenaars-vennootschap waren, waarin door het fonds werd geparticipeerd. Veelal waren er tussen de beheersmaatschappij van de "société de placement immobilier" en deze andere vennootschappen nauwe

(1) Deze regel "la responsabilité des associés ne peut être mise en cause que si la société civile a été préalablement et vainement poursuivie" schermte de vennoten meer af dan de vergelijkbare regel bij de (handels)vennootschap onder gemeenschappelijke naam, art. 10 Wet van 24 juli 1966: "Les créanciers de la société ne peuvent poursuivre le paiement contre un associé, qu'après avoir vainement mis en demeure la société par acte extra-judiciaire", welke laatste regel een bevestiging is van de hoogste rechtspraak (Cass., civ., 28 maart 1898, Les grands arrêts de la jurisprudence commerciale, II, nr. 50, p. 151, met noot L. GARAUD).

banden bij zover dat de beheersmaatschappij en de dienstvennootschappen "onder één hoedje" speelden ten nadele van de beleggers.

De regel dat de spaarders slechts tot tweemaal de waarde van hun aandeel zullen verantwoordelijk zijn, is een grondige afwijking van artikel 1863 (1). Deze beperking van de aansprakelijkheid der vennoten kan echter ge-

rechtvaardigd worden door het feit dat anderzijds ook een minimum-aansprakelijkheid, m.n. een minimum-kapitaalvereiste, in de wet wordt voorzien.

Tenslotte wordt het niet onder controle te houden debiteur-worden van de vennootschap ten gevolge waarvan de vennoten zouden kunnen aangesproken worden, m.n. de aansprakelijkheid voor haar gebouwen, vermeden door de vennootschap te verplichten hiervoor een verzekeringscontract aan te gaan.

(1) Het is niet de eerste keer dat zo'n bepaling voorzien wordt in de burgerlijke vennootschap, zie hiervoor B. DEBRAY en M. QUATREPOINT, art. cit., p. 2, en P. BEZARD, art. cit., nr. 107 en 203.

b. Het beheer en het toezicht

134.1. De organen van zaakvoering, directie of beheer worden, aldus artikel 9, in de statuten aangeduid of gekozen door de algemene vergadering met gewone meerderheid van stemmen. Deze beheerders kunnen te allen tijde door de algemene vergadering met dezelfde gewone meerderheid afgezet worden. Iedere tegenstrijdige bepaling dienaangaande in de statuten wordt voor niet geschreven gehouden. Bovendien kunnen de beheerders, op vraag van elke vennoot, door de rechtbank afgezet worden om wettige redenen. Indien de afzetting door de algemene vergadering geschiedde zonder geldig motief dan kan zulks aanleiding geven tot schadeloosstelling.

Deze bepaling van artikel 9 der wet is een letterlijke overname van artikel 55 der nieuwe handelsvennootschappenwet (W. nr. 66-537 van 24 juli 1966), handelend over de afzetting van de zaakvoerders in de 'société à responsabilité limitée' (S.A.R.L.) (1). Door deze bepaling vervalt het onderscheid tussen statutaire en niet statutaire zaakvoerders (2): beide zijn nu met dezelfde meerderheid afzetbaar en voor beide moet dit geschieden op grond van wettige redenen. Wanneer de zaakvoerder bewijst dat er geen wettige

(1) Artikel 9 wijkt van artikel 1856, al. 2 C.c. evenveel af als artikel 55 W. 24 juli 1966 van art. 24, al. 3 W. 7 maart 1925, de oude herroepingsregel voor de beheerders der S.A.R.L. Art. 1956 C.c. en art. 24, al. 3 W. 7 maart 1925 hadden immers ook dezelfde draagkracht wat betreft de statutaire zaakvoerders.

(2) De meeste zaakvoerders van de door de wet bedoelde vennootschappen waren overigens statutair benoemd.

reden voorhanden was (1) dan kan de rechter wel schadeloosstelling toekennen, de beslissing van de algeneme vergadering blijft daarmee onaangetast (2). Naast de bevoegdheid van de algemene vergadering blijft er dan nog de bevoegdheid van elke vennoot om voor de rechtbank de afzetting van de zaakvoerder te vorderen, dit als bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

De afzetbaarheid van de statutaire beheerders door de gewone meerderheid van de algemene vergadering is zeker een vooruitgang terzake van de bescherming der beleggers. Niet minder vooruitgang is echter de mogelijkheid om de beheerder sowieso te ontslaan mits betaling van schadeloosstelling door de rechtbank vast te stellen. In het recente verleden is het een paar keer voorgekomen dat de beheersvennootschap van een beleggingsmaatschappij tot het voorstel overging om 'haar beheersrechten te laten terugkopen' door de beleggingsmaatschappij waarbij deze "terugkoop" een nogal forse prijs veronderstelde.

(1) Geldig motief - 'juste motif' - en wettige reden - 'cause légitime' - hebben blijkens een aanmerking onder artikel 55 in M. HAMIAUT, La réforme des sociétés commerciales, Parijs 1966, I, p. 73 (2), al. 2, dezelfde betekenis.

(2) Onder art. 1856 Code civil moest de rechtbank zelf de zaakvoerder afzetten. De rechtbanken gedoogden evenwel dat vergaderingen van vennoten zulks deden maar zo, op vordering van de zaakvoerder, de rechtbank van oordeel was dat er geen wettige reden voorhanden was werd de beslissing van de vennoten vernietigd. Dit gaf aan dergelijke beslissingen een nogal precair karakter.

Het meest recente voorbeeld daarvan is de terugkoop in juni 1971 door 'La rente immobilière' van de beheersrechten der beheersvennootschap 'Cogecim'. Cogecim was statutair beheerder maar zij sloot (buiten controle van de algemene vergadering) een overeenkomst met de 'Société civile auxiliaire', gevestigd te Monaco en waarvan de "eigenaar" dezelfde persoon was als de stichter van 'La rente immobilière' en van 'Cogecim' (S.C.A. zou Cogecim bijstaan in het beheer). Verder was het onroerend goed beheer en de boekhouding door Cogecim opgedragen aan twee privé-cabinetten. De beheersvennootschap zelf, die geen vennoot was en alleen verantwoordelijk voor haar 'fouten' (1), ontving een forfaitair inschrijvingsrecht van 15 % op nieuwe aandelen en 10 % op de bruto-inkomsten als beheersvergoeding.

Aan de vennoten werd dan voorgesteld de rechten van de beheersmaatschappij terug te kopen en het beheer in de beleggingsvennootschap zelf te organiseren maar met behoud van de door Cogecim met S.C.A. en de experts-cabinetten afgesloten overeenkomsten. Als leden van de nieuwe raad van beheer werden voorgesteld de leden van de bestaande raad van toezicht van 'La rente immobilière' plus de stichter-eigenaar van Cogecim. De terugkoop zou 9 miljoen Fr. fr. bedragen (2). Het resultaat zou dan zijn dat de beleggers voortaan 12 % inschrijvingsrecht (i.p.v. 15 %) en 7,5 % beheersvergoeding (i.p.v. 10 %) zouden betalen. De 'Commission des opérations de bourse' (COB) die dit voorstel aan de vennoten, krachtens haar bevoegdheid, moest onderzoeken, oordeelde de oorspronkelijke gegevens 'onaanvaardbaar'.

-
- (1) De stichter-animator was belangrijkste aandeelhouder en directeur van deze Cogecim, die, zelf slechts beperkt aansprakelijk zijnde als beheersvennootschap, ook nog als N.V. was opgericht.
 - (2) Bestaande uit 7 miljoen ten titel van drie jaar honorarium, 1,5 miljoen anciënniteitsvergoeding en 0,5 miljoen schadeloosstelling wegens het verbreken van het beheerscontract.

Op haar eis werd m.b.t. de toekomstige rentabiliteit van 'la rente immobilière' meer informatie verstrekt. De bedoeling was deze 'terugkoop zaakvoering' af te schrijven door van de nieuwe aandeelhouders forfaitair 100 Fr. fr. extra-inschrijvingsgeld te vragen. Zelfs als deze nieuwe inschrijvers daardoor niet afgeschrikt zouden worden en zoals vroeger, in groten getale zouden opduiken dan zou door deze uitgavepost het rendement van de bestaande aandelen van 7 % op 6,65 % vallen (naast die 7 % kregen de beleggers jaarlijks nog gratis aandelen als deel in de "meerwaarde" - aan deze aandelen beantwoordde volgens sommigen geen reële tegenwaarde). Verder vroeg de COB aan Cogecim deze transactie uit te stellen totdat een door de COB ondernomen expertise m.b.t. de reële waarde van het beleggingsvermogen resultaat zou hebben opgeleverd. Cogecim weigerde dit en deed zijn voorstel in het kader van een "algemene vergadering per correspondentie". 62 % van de aandeelhouders antwoordden en, volgens Cogecim - het depouilleren geschiedde niet voor een deurwaarder -, was 82 % daarvan ten gunste van het voorstel. Andere aandeelhouders hebben klacht neergelegd bij de COB en spanden zich in om een dossier samen te stellen om naar de "rechter" te gaan (1).

-
- (1) Informatie: Le Monde, 6 aug. 1971, p. 1 en 7 "Une nouvelle société est mise en cause"; Le Monde, 7 aug., p. 15 "Les affaires immobilières et financières"; Le Monde, 11 aug., p. 15 "Une lettre du président de la Rente immobilière".

134.2. Bij het vaststellen van de regels betreffende de beheersbevoegdheid heeft de wetgever ook het probleem van de reeds een paar keer gesignaleerde 'dienst'-vennootschappen moeten oplossen. Het baat immers niet om de beheerder zelf te onderwerpen aan toezicht en voorafgaandelijke toestemmingsvereisten wanneer deze alle regels kan ontgaan door betreffende het beheer overeenkomsten af te sluiten met zogenaamde 'sociétés écrans', die zelf buiten alle controle van de beleggers staan.

Een kras voorbeeld daarvan was de relatie tussen "Cofragim", beheersvennootschap van 'La Garantie foncière' en de N.V. S.P.P.I.P.A.F. (Société Parisienne de promotion et d'accession à la propriété immobilière et foncière). Cofragim en SPPIPAF waren creaties van de initiatiefnemer van La Garantie foncière. De statuten van deze laatste (art. 15, 22°) onderwierpen elke aankoop van een onroerend goed door de beheerder aan de voorafgaandelijke toestemming van de algemene vergadering. Voor de beheerder is dat niet zo prettig: door de vele inschrijvingen op aandelen bezit de vennootschap grote liquiditeiten dank zij dewelke zij snel en 'cash' onroerende goederen zou kunnen aankopen, wat dan weer tot gunstige koopvoorwaarden kan leiden. Het vereiste van voorafgaandelijke goedkeuring door de algemene vergadering verhindert echter deze snelle aankopen. Daarom werden immobiliën aangekocht door SPPIPAF en wanneer daarna de toestemming van de algemene vergadering was verkregen dan werden ze 'overgeheveld' naar 'La Garantie foncière'. SPPIPAF zelf betaalde niet eens: de gelden voor de aankoop kwamen van 'La Garantie foncière' en werden op de CARPA- (Caisse des règlements professionnels des avocats) rekening van de advocaat van La Garantie foncière gestort en deze betaalde. Er waren overigens nog twee andere redenen voor deze gang van zaken. De meeste onroerende goederen waren oude Parijse gebouwen van door het textielconcern Agache-Willot opgekochte ondernemingen en door regelmatige verkopen aan SPPIPAF kon dit concern onmiddellijk gelden vrijmaken voor verdere opkopen. Verder werden de gebouwen in hun SPPIPAF-tijd wat "opgekalfaterd" en tussen de prijs van aankoop door deze vennootschap (betaald door La Garantie foncière) en de verkoopprijs aan Garantie foncière (die het surplus dan nog betaalde) lag een nogal ruime (hoofdzakelijk winst)-marge, bijv. van 7 miljoen Fr.fr. aankoop tot 14 miljoen verkoop.

SPPIPAF zelf maakte grote, onmiddellijk uitgekeerde, winsten maar gezien dit niet lang kon blijven duren, zou ze - voor een goede prijs - overgenomen worden door La Garantie foncière. Daar deze directe overname niet kon volgens de statuten (het ging om een speculatieve vennootschap) werden eerst drie onroerend-goed vennootschappen opgekocht die op hun beurt SPPIPAF overnamen (1).

Artikel 19 van de wet probeert deze praktijk tegen te gaan door te bepalen dat alle personen die, direct of door tussenpersonen, in feite beheers-, zaakvoerings- of directe taken waarnemen, onder de dekmantel of ter vervanging van de wettelijke vertegenwoordigers der vennootschap, aan dezelfde verplichtingen als deze laatsten onderworpen zijn en eventueel dezelfde sancties kunnen oplopen.

(1) Le Monde, 4-5 juli 1971, p. 18 'La Garantie foncière suspend les souscriptions pour deux de ses filiales'; Le Monde, 15 juli, p. 4 'L'inculpation des frères Willot vient compliquer le dossier de l'affaire de la Garantie foncière'; 16 juli, p. 6 'En marge de la Garantie foncière - Un train d'enfer'; 17 juli, p. 8 'L'affaire de la Garantie foncière - Jonglerie comptable'; ibid., 'Dans quatre directions...'.

134.3. Verder moet elke overeenkomst van de vennootschap met haar beheersorganen of met personen die tot deze laatste behoren, op raapport van de raad van toezicht en de commissaris, goedgekeurd worden door de algemene vergadering. Zelfs wanneer er geen bedrog geweest is komen de voor de vennootschap nadelige gevolgen van overeenkomsten die afgekeurd worden ten laste van de beheersorganen of de daartoe behorende personen, waarmee die overeenkomsten zijn afgesloten (artikel 15). Ook deze bepaling geldt dus voor de 'effectieve' beheersorganen, de dienstvennootschappen.

134.4. Bij de bespreking van de wet is ook de aansprakelijkheid van de beheerders ter sprake gekomen. Sommigen vonden het onverantwoord dat de beheerder, meestal een naamloze vennootschap die zelf geen vennoot is, voor de door hem in naam van de beleggingsvennootschap aangegane verbintenissen zelf niet gehouden zou zijn. Hij is slechts gehouden voor fouten in zijn beheer.

Inmiddels waren de beleggers persoonlijk en onbeperkt gehouden voor de door deze beheerder soms nogal roekeloos opgenomen zware verplichtingen. Inmiddels ook was het vooral de beheerder die de reclame voert en daarbij haast "zweeft" dat er geen verliesrisico aan de belegging kleeft. De reden om deze beheerder mede met de vennoten verantwoordelijk te maken was dan iets als "wie beweerde dat de soep niet te heet was moet zijn tong ook maar branden".

Hoe gerechtvaardigd ook, deze verantwoordelijkheid werd in de wet niet weerhouden, wel kwamen er bevoegdheidsbeperkingen van de beheerder en wordt daardoor meteen het "fout"-begrip wat breder gesteld.

134.5. Met betrekking tot de beheersbevoegdheid is bepaald dat geen ruil, vervreemding of verwerving van onroerende rechten op de beleggingsgoederen mag geschieden, zonder toestemming van de gewone algemene vergadering. De beheerders hebben bovendien

niet het recht om in naam van de vennootschap leningen aan te gaan (in afwijking van art. 1860, al. 2 Code civil) of op afbetaling te kopen tenzij binnen een maximum-marge, vastgesteld door de algemene vergadering. Deze bevoegdheidsbeperkingen kan de vennootschap echter niet tegen derden inroepen (art. 10).

134.6. De beheerders hebben de verplichting om op het einde van elk werkjaar de volgende stukken op te maken (art. 11): een inventaris van alle actief- en passiefelementen van het vermogen, een algemene exploitatierekening, een winst- en verliesrekening, een balans en een geschreven rapport betreffende de situatie van de vennootschap en de activiteit gedurende het voorbije jaar.

Om eerlijkheid en eenvormigheid in deze rekeningen te brengen is bepaald dat ze elk jaar in dezelfde vorm en volgens dezelfde evaluatiecriteria als de vorige jaren dienen opgemaakt te worden. Een reëvaluatie van de activa hoort niet tot de bevoegdheid van de beheerders maar komt toe aan de algemene vergadering (art. 18, al. 13).

Bovendien zouden alle vennootschappen een bij het uitvoeringsdecreet opgesteld boekhoudkundig plan moeten aanhouden, een plan dat zou aangepast zijn aan de eigen behoeften en middelen dezer vennootschappen en rekening houden met de eigen aard der activiteit van deze laatste. Dit decreet dat een half jaar op zich liet wachten en dan overhaast, gezien de inmiddels door de COB bekendgemaakte onregelantigheden, werd uitgevaardigd heeft nog geen plan meegekregen. In een terzelfdertijd als het uitvoeringsdecreet genomen besluit wordt door de Minister een commissie ingesteld die binnen de zes maanden tot een voorstel aan de 'Conseil national de la comptabilité' moet komen, welke laatste het voorstel, met eigen aanmerkingen, zal doorsturen aan de

minister. Deze zal dan een decreet uitvaardigen (aldus artt. 13-15 decreet).

Waarschijnlijk geraakte men het niet eens over de mate waarin met de "eigen aard der activiteit" van de beleggingsvennootschappen moest rekening gehouden worden en dus afgeweke de regels betreffende boekhouding der handelsvennootschappen, vooral in het licht van de bepalingen betreffende de afschrijvingen die de beleggingsvennootschappen al dan niet moeten doen.

In afwachting heeft de Commission des opérations de Bourse begin juli aan de directies van deze vennootschappen laten weten welke boekhoudkundige regelen in acht moeten genomen worden wil de te publiceren balans van de vennootschappen voor 1971 door de COB (over deze bevoegdheid zie later) aanvaard worden. Tot deze regelen hoort o.m. dat de prospectiekosten (doorgaans als forfait voor zaakvoering aangerekend) en kosten voor kapitaalsverhoging als oprichtingskosten moeten voorkomen op het bilan en in minimum vijf jaar moeten afgeschreven worden. Verder moeten provisies voor grote herstellingen worden aangelegd. Emissiepremies worden niet als inkomsten beschouwd en moeten dus op het passief voorkomen. De betaalde BTW op aankoop van onroerende goederen komt op het actief: daarom mag de ontvangen BTW op de huren niet als winst uitgekeerd worden maar moet in mindering worden gebracht op de betaalde belasting.

Het onroerend vermogen moet elk jaar worden geschat en om de vijf jaar moet er een gerechtelijke expertise plaats vinden. Tenslotte zal erover gewaakt worden dat de inschrijving in de boekhouding gebeurt in het jaar waarin de betreffende ontvangsten of lasten zijn voorgekomen...(1).

(1) Informatie: Le Monde, 17 juli, p. 8: "Le rôle de la COB"; Le Monde, 18-19 juli, p. 6: "Une notification de la COB sur les règles comptables".

van de wet

Verder bepaalt artikel 12^V dat, zelfs in geval er onvoldoende of geen winsten gemaakt werden, er toch moet overgegaan worden tot het vormen van provisies en eventueel de nodige afschrijvingen moeten gedaan worden opdat de balans eerlijk zou zijn.

De minder-waarde van de activa en de waarschijnlijke verliezen en lasten moeten het voorwerp van provisies worden. Alleszins moet, aldus nog steeds het artikel, de depreciatie van de geïmmobiliseerde activa-waarden, vastgesteld worden door afschrijvingen. Wat de betekenis is van de "eventuele" nodige afschrijvingen enerzijds en anderzijds de regel dat de depreciatie van de geïmmobiliseerde activa-waarden "alleszins" moet vastgesteld worden door afschrijvingen is nog duister. Of de dividenden voortaan zullen geamputeerd worden door afschrijvingen op de gebouwen dan wel of men verder zal gaan met als dividend een deel kapitaal (wegens niet-afschrijving) mee uit te keren is dus niet definitief uitgemaakt (1). Het lijkt dat dit een van de twistpunten was bij de poging een boekhoudkundig plan op te stellen.

De netto-winst van de vennootschap is dan het netto-resultaat van de werking, met aftrek van algemene kosten, inbegrepen provisies en eventuele afschrijvingen (art. 13).

(1) De COB heeft betreffende deze afschrijving van de gebouwen zelf geen vereisten gesteld.

135. Het beheer en de rekeningen worden gecontroleerd door "commissaires aux comptes". Voor deze controle wordt door de wet uitvoerig verwezen naar de regels terzake in de handelsvennootschappenwet (wet nr. 66-537 van 24 juli 1966). Artikel 18, al. 5 herhaalt, wat de opdracht van deze commissarissen betreft artikel 228 handelsvennootschappenwet. Zij hebben tot taak de eerlijkheid van de inventaris, de rekeningen en het bilan te certifiëren en verder, als permanente opdracht, de boeken en waarden der vennootschap na te zien, de regelmatigheid en eerlijkheid van de door de beheerders aan de vennoten verstrekte informatie te controleren en te verzekeren dat de gelijkheid van de vennoten wordt geëerbiedigd.

Voor de uitvoering van deze taak beschikken de commissarissen over de bevoegdheden, omschreven in artikel 229 handelsvennootschappenwet:

Zij mogen op eender welk ogenblik van het jaar, alleen of samen, alle controles doorvoeren die ze nodig achten. Hiertoe mogen ze alle documenten inzien, contracten, boeken en registers. Zij mogen zich laten bijstaan door deskundigen (onder eigen verantwoordelijkheid). Deze onderzoeken mogen gedaan worden ter zetel van de vennootschap en bij dochtermaatschappijen (in de zin van artikel 354). Bovendien mogen ze ook aan alle derden die met de vennootschap contracteerden informatie vragen. Met een rechterlijke beslissing in de hand mogen ze zelfs van deze derden documenten vragen. Daarbij kan door anderen dan "auxiliaires de justice" geen beroepsgeheim tegen de commissarissen ingeroepen worden (bijv. bankgeheim...) (1).

Aan de beheersorganen en de raad van toezicht melden zij:
(art. 230 handelsvennootschappenwet)

de controles die ze verricht hebben, de balansposten die volgens hen zouden moeten gewijzigd worden, de onregelmatigheden en onjuistheden die zouden ontdekt zijn en de conclusies van het bovenstaande tegenover de onderzoeken van vorige boekjaren (2).

(1) M. HAMIAUT, La réforme des sociétés commerciales, II, p. 211-213.

(2) Ibid., p. 213-214.

Verder melden zij onregelmatigheden aan de algemene vergadering en delicten aan de procureurs (art. 18, al. 10, verwijzend naar art. 233 handelsvennootschappenwet).

Deze commissarissen worden door de algemene vergadering benoemd, uit de lijst van de erkende "commissaires aux comptes" en voor zes jaar (art. 18, al. 1, verwijzend naar art. 219 en 244 Venn. W.). De onverenigbaarheden van artikel 220 en 221 vennootschappenwet zijn op hen van toepassing (1) en verder ook de bepalingen van artikel 222 (ongeldigheid van deliberaties van algemene vergadering wanneer geen commissaris geldig is aangesteld), 223, al. 2 (plaatsvervangers-commissarissen) en artikel 227 handelsvennootschappenwet (onthefing van commissarissen in geval van fout of verhindering).

Indien de algemene vergadering nalaat een commissaris aan te stellen dan mag ieder vennoot aan de rechtbank een voorlopige aanstelling vragen. Bovendien kunnen er ook commissarissen van de minderheid aangesteld worden: vennoten die 10 % van het kapitaal bezitten kunnen voor de rechtbank een commissaris wraken en vragen een ander aan te duiden. Diezelfde vennoten kunnen ook aan de rechtbank vragen een expert aan te duiden die m.b.t. bepaalde beheersverrichtingen een rapport zal opmaken (art. 18, al. 4 in fine, verwijzend naar artt. 225 en 226 handelsvennootschappenwet).

(1) Artikel 18, al. 2 stelt dat de onverenigbaarheden van art. 220 Venn.W. van toepassing zijn en herneemt vervolgens, in een aangepaste versie, artikel 221.

De commissarissen zijn aansprakelijk volgens de regelen van artikel 234 handelvenn.W. (art. 18, al. 11 en 12), tegenover de vennootschap en tegenover derden zijn ze aansprakelijk voor de schadelijke gevolgen van de, in het raam van hun bedrijvigheid, begane fouten of nalatigheden. Voor de inbreuken gepleegd door beheerders en directeurs zijn zij niet burgerrechtelijk verantwoordelijk tenzij ze, van deze inbreuken kennis hebbende, ze niet mée gedeeld hebben in hun rapporten. De aansprakelijkheid van de commissarissen is individueel: tenzij het onmogelijk is ieders aandeel in de fout te bewijzen, zijn ze niet gehouden voor de fouten van hun collegae (1).

(1) Req., 21 juli 1890, D., 1891, geciteerd in de aanmerkingen bij art. 234 in M. HAMIAUT, op. cit., II, p. 218.

136. De raad van bestuur (zaakvoerders, directeurs of hoe ze ook genoemd worden) wordt bijgestaan door een raad van toezicht ('Conseil de surveillance'), samengesteld uit tenminste zeven vennoten, aangeduid door de gewone algemene vergadering.

Deze raad mag op ieder ogenblik nazichten en controles doen die hij nodig acht, mag overlegging vorderen van alle documenten en aan de raad van bestuur rapporten betreffende de situatie van de vennootschap vragen. De statuten kunnen bovendien bepaalde transacties aan de voorafgaandelijke toestemming van de raad onderwerpen. Hoe dan ook, de bevoegdheidsbeperking die hieruit t.a.v. de bestuurders voortvloeien kunnen door de vennootschap niet aan derden tegengesteld worden.

De raad van toezicht brengt ieder jaar een rapport over het beheer van de vennootschap naar voor op de algemene vergadering. (artikel 16).

Dit enige artikel in de wet steekt schril af tegen de uitvoerige bewoordingen waarin, in de statuten der beleggingsvennootschappen, de toezichtstaak van de raad werd omschreven. Waar in de statuten deze raad dé incarnatie was van de bescherming der beleggers, terwijl de uitvoering van zijn taak toch maar afhing van de deskundigheid der personen die er deel van uitmaakten welke deskundigheid in de meeste gevallen dubieus was, moet in de wet de bescherming van de vennoten hoofdzakelijk door de commissaris en het toezicht van de COB verzekerd worden. Als de raad van toezicht goed funktioneert is dat des te beter, is hij niet zo bekwam dan blijft er toch de minimum-bescherming van de wet.

c. De algemene vergadering van vennoten (artikel 14).

137. Minstens een maal per jaar komen de vennoten samen in algemene vergadering. Deze moet effectief gehouden worden: telkens wanneer in de wet algemene vergadering staat is het verboden deze per correspondentie te organiseren (art. 17).

De algemene vergadering kan na eerste oproeping slechts geldig beraadslagen indien de aanwezige of vertegenwoordigde vennoten minstens één vierde van het kapitaal bezitten (de helft als het gaat om een statutenwijziging). Voor een tweede oproeping is geen quorum vereist (vgl. artikelen 153 en 155 handelsvennootschappenwet).

Door het uitvoeringsdecreet worden de bevoegdheid tot samenroeping (art. 16), de vorm en de termijnen voor de oproeping (art. 17-19), de bevoegdheid van de vennoten om voor de bijeenkomst stukken in te zien (art. 20), de praktische regeling betreffende het voorzitterschap en secretariaat van de algemene vergadering (art. 22), de aanwezigheidsregisters en het opstellen van de processen-verbaal (art. 21, resp. 23-25) geregeld. Beslissingen worden genomen met gewone meerderheid van stemmen (1).

Ieder vennoot beschikt over een aantal stemmen dat in verhouding staat tot zijn aandeel in het kapitaal.

Buiten de reeds vermelde bevoegdheden heeft de vergadering tot taak de rekeningen goed te keuren en het bedrag van de te verdelen winst vast te stellen.

Deze te verdelen winst is de netto-winst van het boekjaar met aftrek van vroegere verliezen en verhoogd met de overgebrachte winst. De vergadering mag overigens beslissen de beschikbare reserve aan te spreken voor winstuitkering. In dat geval moet de beslissing duidelijk vermelden op welke reserve-posten de voorafnemingen gebeurd zijn.

Dividenden die verdeeld zijn zonder dat er een inventaris werd opgesteld of bij middel van ^{frauduleuze} inventaris zijn fictieve dividenden. Vormen echter geen fictieve dividenden de voorschotten op dividend, die uitgekeerd zijn na het afsluiten van of tijdens het boekjaar wanneer blijkt dat de vennootschap reserves heeft voor een groter bedrag dan deze voorschotten of wanneer uit een tussentijdse of eindbalans, gecertificeerd door de commissarissen, blijkt dat de vennootschap winsten heeft gemaakt die, na aftrek van provisies,

(1) Slechts in art. 7 van de wet; goedkeuring van inbreng in natura, is een grotere meerderheid, m.n. eenparigheid, van stemmen vereist.

afschrijvingen en vroegere verliezen, groter zijn dan de gedane voorschotten. De beslissing tot uitkering van voorschotten op dividend, het bedrag en de betaalbaarstelling ervan, komt toe aan de raad van bestuur.

d. Informatie van de vennoten en taak van de 'Commission des Opérations en bourse'.

138. Naast de informatie die de aspirant-vennoten en vennoten ontvangen naar aanleiding van het onderschrijven van aandelen ende informatie die in het raam van de algemene vergadering moet verstrekt worden, zijn in het uitvoeringsdecreet nog een paar andere regelingen opgenomen. Ieder persoon heeft, aldus artikel 11 van het decreet, het recht om ter zetel van de vennootschap een gecertificeerde copie van de statuten te bekomen, waarbij de vennootschap altijd moet toevoegen de lijst van de beheerders, de namen van de leden van de raad van toezicht en de aangestelde commissarissen. Verder heeft iedere vennoot op ieder ogenblik het recht om zelf of middels een vertegenwoordiger, ter zetel van de vennootschap kennis te nemen van: de algemene exploitatierekening, de winst- en verliesrekening, balans, inventarissen, rapporten aan de algemene vergadering, aanwezigheidsregisters en processen-verbaal van de algemene vergaderingen, de globale vergoedingen voor de beheerder en voor de raad van toezicht, al deze stukken van de laatste drie boekjaren. Behalve m.b.t. de inventaris houdt dit "recht om kennis te nemen" in het "recht om copie te nemen" (artikel 12 van het decreet).

139. Een van de belangrijkste bepalingen van de wet is wel artikel 34 dat de bevoegdheid van de Commission des Opérations de Bourse (COB) uitbreidt tot de hier geregelde burgerlijke vennootschappen. Men wist maar al te goed wat deze COB-controle voor de beleggers zou betekenen: in 1967 opgericht streefde de COB

ernaar haar taak om de markt van de waardepapieren te "moraliseren" (1) niet enkel waar te nemen met het regelmatig opsteken van een vermanende vinger maar de harde hand te houden aan deze moraal. Reeds in haar eerste jaarverslag van 1968 drong zij daarom aan op uitgebreider onderzoeksbevoegdheden, dewelke haar dan toegekend werden bij de wet van 23 december 1970 (2). Medio 1969 had de COB er eveneens haar bezorgdheid over uitgedrukt dat de "sociétés civiles de placement immobilier", die in toenemende mate het spaarwezen aanboorden, aan geen publiciteitscontrole waren onderworpen. Door artikel 34 van de wet van 31 december 1970 werd haar bevoegdheid dan tot deze vennootschappen uitgebreid.

139.1. De taak van de COB is tweeledig.

Enerzijds zorgt zij ervoor dat de door de vennootschappen aan het publiek te verstrekken informatie correct wordt verricht. Zij controleert daarom deze informatie, kan de vennootschappen verplichten rechtzettingen te publiceren wanneer dat nodig is en zij kan bovendien aan het publiek zelf de aanmerkingen, die zij een bepaalde vennootschap maakte, mededelen (artikel 3 Ord. 28 sept. 1967).

Met betrekking tot de publieke emissie van aandelen is het volgende bepaald: (artikel 6 en 7 van de ordonnantie). Vooraleer tot deze emissie over te gaan moet de vennootschap een informatie-document (emissieprospectus) laten drukken, waarin de organisatie,

(1) Dit moest dan leiden tot een groter vertrouwen in deze markt en zo de spaarders stimuleren om te beleggen in waardepapieren: Rapport van de President van de Republiek bij de Ordonnantie van 28 sept. 1967, D., 1967-373.

(2) Boven geciteerd in noot onder nr. 128.

financiële situatie en evolutie van de vennootschap worden uiteengezet. Dit document moet dan aan iedereen overhandigd worden die voor belegging in deze aandelen wordt aangezocht. Maar voorafgaandelijk is voor dit document een visum van de COB vereist. Zij kan wijzigingen of aanvullingen bevelen en de vennootschap verdere informatie vragen. Gaat de vennootschap op de bevelen of informatieverzoeken van de COB niet in dan wordt het visum geweigerd en gaat de operatie gewoon niet door! Anderzijds is de commissie bevoegd "à recevoir de tout intéressé les réclamations, pétitions, plaintes qui entrent dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles comportent" (artikel 4 van de ordonnantie).

In de uitoefening van haar taak heeft de Commissie de volgende bevoegdheden (artikel 5 van de ordonnantie). Zij kan haar agenten opdracht geven bij de bovenbedoelde vennootschappen, bij banken, wisselagenten en personen die wisselagenten zaken aanbrengen, zich alle documenten te laten meedelen die voor de uitvoering van de taak dezer afgevaardigden van de commissie nuttig kunnen zijn, met name contracten, boeken, boekhoudkundige documenten, registers en processen-verbaal. Deze agenten van de commissie kunnen ook bij derden, die met de vennootschap contracteerden, alle informatie inwinnen. Daarnaast kan de COB, sinds de wet van 23 december 1970, na bijzonder overleg dienaangaande, tot een convocatie overgaan van iedereen waarvan verondersteld wordt dat hij inlichtingen kan verstrekken nopens een hangende zaak. Beroepsgeheim kan daarbij enkel door de "auxiliaires de justice" aan de COB tegengeworpen worden, dus niet door banken, wisselagenten, enz...

Ook de strafbepalingen van artikel 10 der ordonnantie zijn van toepassing. Met straffen, die naargelang het geval variëren van 2.000 Fr.fr. tot 100.000 Fr. fr. worden gestraft wie bewust aandelen op de markt brengen zonder dat het informatiedocument is opgesteld, zonder dat dit document het visum van de COB kreeg

of niet aan het publiek was aangeboden zoals het hoort, al wie weigerde documenten mee te delen aan de agenten van de COB en wie zonder wettige redenen geen gevolg gaf aan de convocatie voor de commissie.

139.2. Terwijl de overige bepalingen van de wet, pas zes maanden na de publicatie van het uitvoeringsdecreet (dit werd op 4 juli 1971 gepubliceerd) zouden van kracht worden, was artikel 34 het enige dat onmiddellijk (bij de publicatie van de wet, op 1 jan. 1971) van kracht werd.

De verplichtingen van de vennootschap nopens de informatie aan de beleggers en het opstellen van rekeningen, ook de daaraan gekoppelde strafbepalingen, zoals die in de wet waren neergelegd golden dus niet direct maar anderzijds zouden wel de bepalingen betreffende het visum van de COB en het informatiedocument dat correct de "financiële situatie" zou weergeven wél van kracht worden.

Reeds op 4 januari verzocht de COB alle onder de wet ressorterende vennootschappen haar de nodige informatie te bezorgen teneinde een beoordeling van de publiciteit mogelijk te maken en zij gelaste eveneens een onafhankelijk kantoor met een boekhoudkundige en immobiliere expertise van alle vennootschappen. Deze onderzoeken leidden rond 15 juni tot een verbod aan 'La garantie foncière Capital' en 'La garantie foncière International' (twee dochtermaatschappijen van Garantie Foncière) om nog verder publiciteit te voeren (1). Rond 10 juli werden eveneens "Fianpar", "Terrc et Pierre" en "Poulet-Clauzure" verplicht hun inschrijvingen op te schorten (2).

(1) Le Monde, 4-5 juli 1971, p. 18

(2) Le Monde, 17 juli 1971: "Le rôle de la COB".

Begin augustus was er de affaire "La rente immobilière", waarbij door deze laatste de beheersrechten van Cogecim overgenomen werden (boven beschreven). De COB kwam tussenbeide om volledige informatie nopens het minder-rendement, dat het gevolg van de transactie zou zijn, te verplichten.

Inmiddels (medio juni) zond de Commissie nog twee brieven aan de directies van de beleggingsvennootschappen, een met voorlopige richtlijnen nopens het boekhoudkundig plan en een andere om de vennootschappen te verzoeken bij alle informatie aan beleggers de door de COB
gemaakte analyse van het boekhoudkundig overgangsregime te voegen.

Op 31 augustus werden dan door de COB de eerste visa gegeven, nadat voor de betreffende vennootschappen de expertises gunstig waren uitgevallen. Diezelfde dag maakte de commissie ook een instructie bekend m.b.t. de informatie voor de beleggers, informatie die door de beleggingsvennootschappen (in afwachting van het van toepassing worden der wet) moest verstrekt worden (1). Daarbij speelde de COB hoog spel. Wel waren de regels betreffende het visum van toepassing en ook de strafbepalingen m.b.t. het weigeren om aan de COB de nodige inlichtingen te verstrekken (2). Nog niet echter was van toepassing artikel 21 van de wet van 31 december 1970 dat het aanbieden van aandelen in burgerlijke vennootschappen zonder dat een visum bekomen was strafbaar stelde. Zo de COB verdere reclame "verbod" aan bepaalde vennootschappen dan was op het overtreden van dit verbod alsnog geen strafsanctie mogelijk.

(1) Le Monde, 2 september, p. 8.

(2) Artt. 3 tot 7 en art. 10 van de Ordonnantie van 28 sept. 1967, waarnaar door art. 34 van de wet van 31 dec. 1970 verwezen wordt.

De commissie had echter een ander wapen: het publiek inlichten over haar werkzaamheid. Waren haar mededelingen bij "big business"-transacties als de overname van Bon Marché door Willot en de overname van ARAL door ELF-ERAP zonder veel gevolg gebleven (1), in de thans voorliggende zaak had de COB te maken met kleine spaarders die vaak hun inkomsten uit deze belegging beschouwden als een "aanvullend pensioen", er dus erg op rekenden en in paniek zouden geraken wanneer de zaken slecht zouden aflopen. Verwacht werd dat als de commissie wat licht zou werpen op bepaalde minder elegante doeningen van sommige beleggingsdirecties, de andere beleggingsvennootschappen zich uit angst voor paniek bij hun beleggers wel zouden conformeren met de sanctieloze richtlijnen van de COB.

De actie van de COB kreeg nog meer relief toen, terzelfdertijd als haar verbod aan de twee filialen van "La garantie foncière" bekend raakte dat reeds sinds 31 december 1970 (1) een strafrechtelijk onderzoek betreffende de "Garantie foncière" zelf aan de gang was (2), een onderzoek dat in de zomermaanden van 1971 tot beschuldigingen tegen twaalf bij de vennootschap betrokken directieleden zou leiden (3). Deze beschuldigingen luiden: aftroggelarij, misbruik van vertrouwen, misbruik van vennootschappelijke goederen en... inbreuk op het kieswetboek.

-
- (1) Over de resultaten van de communiqué's van de COB bij deze operaties, zie: Le Monde, 16 juli, p. 6: 'En trois ans et demi, la COB est devenue un rouage important du marché financier'. Wel werd tegen de gebroeders Willot achteraf een strafprocedure ingezet.
 - (2) In januari werd ook een onderzoek begonnen betreffende "Le patrimoine foncier".
 - (3) Le Monde, 25 aug., p. 7.

Naast leugenachtige reclame, uitkering van fictieve dividenden, klare benadeling van de vennoten, kwam verder aan het licht dat de Garantie foncière, middels SPPIPAF, oude gebouwen die volgens urbanisatieplan zouden onteigend worden om er sociale woningen te bouwen, voor weinig geld had opgekocht en dank zij een, door anderen niet te verkrijgen bouwvergunning, "groteske" herstellingswerken had uitgevoerd om daarna tot verhuring tegen forse prijs over te gaan.

Aan het 'hoofd' van Cofragim, de beheersvennootschap van La Garantie foncière stond tot 14 januari 1971 de "président-directeur-général" A. Rives de Lavaysse (Rives-Henrys), U.D.R.-afgevaardigde voor Parijs (oud-U.D.R.-afgevaardigde Roulland vervulde een gelijkaardige functie in Le Patrimoine foncier). Ongetwijfeld was deze, overigens voor het beheer niet geïnteresseerde, politicus er alleen maar voor de goede relaties met de overheid en voor de reclame van de vennootschap (het vermelden van zijn hoedanigheid van "député" was een inbreuk op het kieswetboek). Politiek Frankrijk kreeg het toen zuur. Voor de oppositie was het klaar: het zoveelste speculatieschandaal met medeweten van de regering, die verder de mond vol had over sociale woningbouw. Vooral de communistische partij (Rives-Henrys werd "député" voor het negentiende arrondissement door een communistisch afgevaardigde te "wippen") ageerde scherp, eiste het ontslag van Rives-Henrys en bracht zelfs een duizendtal betogers hiervoor op de been (1). De regering van haar kant liet zich niet onbetuigd: een mededeling van President Pompidou herinnerde eraan dat het juist de regering was (de ministers van Justitie en van financiën, onder welk laatste departement de COB ressorteerde) die de hele zaak aan het licht had gebracht (2) en de eerste minister verzekerde dat niemand zou gespaard worden tijdens het onderzoek (3). De partij zelf nam de verdediging van Rives-Henrys helemaal niet op en schorste hem voorlopig. In de pre-electorale periode, die de late zomer 1971 was, werden over en weer beschuldigingen van corruptie en van electorale uitbuiting van het "schandaal" geuit (4).

(1) Le Monde, 29 juli, p. 6.

(2) Le Monde, 23 juli, p. 1 en 6.

(3) Le Monde, 19 augustus, p. 15.

(4) Le Monde, 12-13 september, p. 16 met de verklaringen van de heren Tomasini en Defferre.

Informatie en mededelingen kwamen zowat van alle kanten los. De agenten in onroerende goederen wisten in juli 1971 te vertellen dat ze reeds in maart 1970 de 'man van La Garantie foncière' (R. Frenkel) geschrappt hadden van hun ledenlijst en hem het voorrecht van hun "caisse de caution mutuelle" onttrokken hadden. Ze herinnerden er ook aan dat ze vroeger het publiek hadden gewaarschuwd voor sommige praktijken (1). De 'Fédération nationale des promoteurs constructeurs' hield er eveneens aan haar goede naam niet in het gedrang te laten komen (2) en de APROGI (Association professionnelle des organes de gestion des sociétés civiles de placement immobilier), voorgezeten door de president van 'Le pool de la civile foncière', herinnerde eraan dat zij reeds van in 1969 een ere-code voor haar leden had opgemaakt teneinde misbruiken tegen te gaan (3). APROGI zelf werd door de beheerders van 'La garantie foncière', die geen lid was, beschuldigd uit concurrentie-overwegingen de aanstoker geweest te zijn van de hetze tegen de "meer dan 10 % rendement"-beleggingsvennootschappen (4). Zelfs de advocaten kregen er even van langs: was Meester Rochenoir (overigens vervolgd wegens usurpatie van de titel "membre du conseil économique et social"!) de raadsman van La Garantie foncière, die medeplichtig werd aan de frauduleuze transacties, immers niet het type advokaat dat niet meer de traditionele juridische vakman was maar de raadsman-omnipracticus die zich met financiële operaties van zijn cliënten inlaat en raadgevende stem heeft in beheersorganen (5), het type dat bij een nieuwe wet op het advocatenberoep zou voorliggen.

Ondertussen organiseerden de vennoten van La Garantie Foncière zich (6) terwijl sommigen van hen en ook aandeelhouders van andere vennootschappen klachten indienden bij de COB (7).

(1) Le Monde, 27 juli, p. 7.

(2) Le Monde, 8-9 aug., p. 12.

(3) Le Monde, 21 juli, p. 16.

(4) Le Monde, 25-26 juli, p. 5.

(5) C. du BRAY in Aspects de la France, 5 aug. 1971.

(6) Enerzijds is een speciaal opgericht "Groupe des porteurs des parts de la Garantie foncière", anderzijds nam ook het "Rassemblement des usagers des services publics, des contribuables et des groupements de défense" het op zich om belangen van de beleggers waar te nemen. Le Monde, 22 juli, p. 8.

(7) Le Monde, 7 aug., p. 15.

Midden september 1971 stond de 'zaak van La Garantie foncière' er als volgt voor: tegen de beheersvennootschap Cofragim werd door een schuldeiser een vordering tot faillissement ingediend en terwijl het strafrechtelijk onderzoek tegen de twaalf verdachten langzaam vordert zijn voor de Garantie foncière-vennootschappen voorlopige bewindvoerders aangesteld.

Anderzijds heeft de COB betreffende een aantal vastgoedbeleggingsvennootschappen klachten ontvangen zodat ook zij, met benijdenswaardige vrijheid, onderzoekingen kan instellen en "er de gevolgen aan geven die nodig zijn".

d. Strafbepalingen.

140. Uitvoerig zijn de strafbepalingen die in de wet zijn opgenomen: veertien van de achtendertig artikelen werden daaraan gewijd. Ook dit zal dus voor deze "burgerlijke vennootschap" een nieuwigheid zijn: specifieke sancties ter beteugeling van inbreuken op de kapitaalsvereisten, op de goede trouw in de vennootschapsbetrekkingen enz...

Aldus wordt een inbreuk op het vereiste van minimumkapitaal beboet met boetes van 10.000 tot 72.000 Fr.fr. Als inbreuk op de genoemde regel wordt ook bestraft het nalaten een verzekeringscontract voor de aansprakelijkheid voor gebouwen aan te gaan: door dit nalaten en tengevolge van het feit dat eerst het vennootschappelijk kapitaal moet aangesproken worden door de schuldeisers zou dit kapitaal door de - soms van grote omvang zijnde - niet door de verzekering gedekte schadeloosstellingsvorderingen snel kunnen uitgeput raken en dit dan ten nadele van de "echte" vennootschaps-schuldeisers (art. 21). Ook de over-evaluatie van inbrengen in natura wordt gestraft of beboet (1) en eveneens de uitkering van fictieve dividenden (2).

Inbreuken door de beheerders, zaakvoerders en directieleden, op de in artikel 1 en 6 gestelde normen betreffende de emissie van aandelen worden gestraft met gevangenisstraf van één tot vijf jaar en/of boetes van 2.000 tot 40.000 Fr.fr. (art. 22) (3). Dezelfde straffen wachten ook al wie bewust gelden (van beleggers) probeert op te nemen door fictieve inschrijvingen of door andere valse papieren, wie bewust fictieve inschrijvingen als echte voorstelt of bevestigt dat ze echt zijn, wel wetende dat dit niet zo is, en al wie, om inschrijvingen te stimuleren namen publiceert van personen die bij de vennootschap te welken titel ook, betrokken zouden zijn terwijl dit niet waar is (art. 23, al. 1 tot 3, overgenomen van art. 433, al. 1-3, N.V.).

-
- (1) Art. 22: inbreuken door de beheerders op de bepalingen betreffende de emissies, w.o. de regels betreffende waardering van inbreng in natura. Bedrieglijke over-evaluatie door anderen wordt gestraft krachtens art. 23, 4° dat de tekst overneemt van art. 433 handelsvennootschappenwet, strafbepalingen m.b.t. de N.V.'s en art. 425, 1, strafbepalingen S.A.R.L. Strafbepalingen voor N.V.'s geldend worden verder aangeduid als -(artikel), N.V., voor S.A.R.L. als -(artikel), S.A.R.L. en geldend voor beide als -(artikel), G.Hv.
- (2) Art. 24, 1, vgl. art. 437, 1 N.V. en art. 425, 2 SARL.
- (3) M.b.t. artikel 1 wordt een onderscheid gemaakt: inbreuk op al. 1, verbod voor andere dan de hier beschreven vennootschappen om een publiek beroep te doen op het spaarwezen wordt met de sanctie, voorzien in artikel 22 gestraft; overtreding van de regel dat de vennootschappen aan wie dit wel toegelaten is zich moeten conformeren aan de bepalingen van deze wet wordt gestraft door art. 25, 3 (alleen de geldboeten).

Beheerders, zaakvoerders of directieleden die te kwader trouw van de goederen of het krediet der vennootschap gebruik hebben gemaakt op een wijze die niet met het belang van de vennootschap strookt, voor persoonlijke doeleinden of voor het begunstigen van andere vennootschappen of ondernemingen waarin zij een direct of indirect belang hebben worden eveneens met de zopas genoemde gevanginsstraf of boetes gesanctioneerd (art. 24, al. 3, overgenomen van art. 437, al. 3, N.V. en art. 425, 4, S.A.R.L.; dezelfde bepaling geldt voor de vereffenaar(s): art. 33, overgenomen van art. 488, 1, G. Hv.). Naast dit misbruik van vennootschapsgoederen wordt ook misbruik van bevoegdheid of stemrecht (door de beheerders...) gestraft (art. 24, al. 4, overgenomen van art. 437, al. 4, N.V. en art. 425, 5, S.A.R.L.). Eveneens worden ze gestraft (met geldboeten alleen, art. 25, 1) wanneer ze niet hun verplichting nakomen voor alle aan- en verkopen (...) de toestemming van de algemene vergadering te verkrijgen.

Op het niet deugdelijk organiseren van deze algemene vergaderingen staan eveneens straffen. Beheerders (...) die haar niet op tijd samenroepen worden gestraft met geldboeten van 2.000 tot 40.000 Fr.fr. (art. 25, 4, overgenomen van art. 441, N.V.). Verder worden al wie een vennoot bewust verhindert deel te nemen aan de algemene vergadering, wie zich valselyk als vennoot aandient en aan de vergadering deelneemt (hetzij rechtstreeks hetzij door een tussenpersoon) en wie zich voordelen laat toekennen, waarborgen of beloven om in een bepaalde zin te stemmen of niet aan de stemming deel te nemen alsmede wie deze voordelen toekende, waarborgde of beloofde, gestraft met geldboeten van 2.000 tot 10.000 Fr.fr. (art. 27, al. 1 tot 3, overgenomen van art. 440, al. 1 tot 3, N.V.). Niet nakoming door de beheerders (...) van hun verplichtingen i.v.m. de vóór de vergadering aan de vennoten

toe te sturen documenten (dagorde, rapport van commissarissen) en i.v.m. de processen-verbaal van de algemene vergadering wordt met dezelfde geldboetes, 2.000 tot 10.000 Fr.fr. gestraft (resp. art. 26 en 28, aanpassing van resp. art. 444 en 447, N.V.). Naast het niet bezorgen aan de vennoten van de documenten voor de algemene vergadering (w.o. het rapport van de commissaris) worden met grote straffen (gevangenisstraf van een tot vijf jaar en/of geldboetes van 2.000 tot 40.000 Fr.fr.) bedreigd, de beheerders (...) die bewust onjuiste informatie aan de vennoten verstrekken, met het oog op het verbergen van de ware situatie der vennootschap (art. 24, 2, overgenomen van art. 437, al. 2, N.V.; vgl. ook art. 425, 3, S.A.R.L.). Verder worden de beheerders (...) gestraft (met gevangenisstraf van zes maanden tot twee jaar en/of de genoemde geldboetes) wanneer ze geen commissaris deden aanstellen (art. 29, overgenomen van art. 445, N.V.) en ook (met grotere gevangenisstraf en geldboetes) wanneer zij zelf of andere personen die in dienst van de vennootschap staan de commissaris verhinderen de nodige controles te doen of weigeren hem de daartoe nodige stukken mee te delen (art. 32, overgenomen van art. 458, N.V.).

Zwaarder straffen wachten uiteraard een commissaris zelf die, bewust, leugenachtige informatie over de vennootschap meedeelt of bevestigt en die aan de Prokureur de delicten niet ter kennis brengt waarvan hij, n.a.v. zijn onderzoek op de hoogte is (art. 31, overgenomen van art. 457, N.V.).

e. Bemerkingen.

141. Wanneer belegging voor gemene rekening van spaarders in vennootschapsvorm wordt georganiseerd zoekt men telkens weer naar een formule waarbij het aan de vennootschap toegelaten is openbaar spaargelden aan te trekken maar waarbij ook de beleggingsbeheerders, het vennootschappelijk bestuur, vrij vast zitten. Openbaar aantrekken van spaargelden is meestal wel toegelaten aan kapitaalsvennootschappen, waarbij het idee voorligt dat het bij deze vennootschapsvorm meer gaat om een samenleggen van 'anoniem' kapitaal dan om een samengaan van personen die op mekaar vertrouwen (de benaming 'besloten' vennootschap neemt meer en meer de plaats in van de aanduiding 'personen' vennootschap). Maar anderzijds is juist de vastheid van bestuur een kenmerk van de besloten vennootschap waarbij aan de zaakvoerder, in wie vertrouwen wordt gesteld, de continuë verantwoordelijkheid voor de onderneming wordt opgedragen; deze vennootschap mag echter niet tot een openbare emissie van aandelen overgaan.

Waar wel beide elementen, ook in de Franse wetgeving, verenigd zijn is in de commanditaire vennootschap op aandelen (1). Zij mag openbaar spaargelden aantrekken en terzelfdertijd zit de zaakvoerder erg vast in het zadel: hij kan slechts afgezet worden in de gevallen die statutair voorzien zijn en verder, om wettige redenen, door de rechtbank.

Dat de beleggingsbeheerders niet voor deze formule gekozen hebben (1 bis) heeft drie redenen. In de eerste plaats had de 'civile

(1) Art. 251-261 Wet nr. 66-537 van 24 juli 1966, hier als vennootschapswet aangeduid.

(1 bis) Met behoud van het burgerlijk karakter der vennootschapsactiviteit.

immobilière' als vennootschap van eigenaars van bijv. één appartementsgebouw een lange traditie en 'sprak zij aan' (1). Verder was de 'civile immobilière' niet, de "commandite par actions" wél vennootschapsbelasting verschuldigd. Tenslotte zouden de beheerders of de beheersvennootschap in een commanditaire vennootschap persoonlijk, onbeperkt en solidair gehouden zijn voor de verbintenissen van de commanditaire vennootschap terwijl diezelfde beheerders, indien ze geen vennoten zijn in de "civile" slechts aansprakelijk zijn voor de fouten, gemaakt in het raam van hun beheer, en helemaal niet verantwoordelijk voor de in naam van de burgerlijke vennootschap aangegane verbintenissen. Ook de wetgever heeft de traditie, althans de naam, van de burgerlijke beleggingsvennootschap willen behouden en haar, mede om fiscale moeilijkheden te voorkomen, niet de vorm van de commanditaire vennootschap op aandelen (of van de naamloze vennootschap) willen doen aannemen (2).

-
- (1) In een reeds vermeld artikel in de Revue du Marketing, noot (3) in nr. 127.1., schreef de directeur van 'Le Patrimoine foncier', Cl. Lipsky: 'La grande chance que nous avons dans les 'civiles' est d'en pouvoir expliquer en neuf secondes le fonctionnement' (weergegeven in Le Monde, 18-19 juni 1971, p. 6).
- (2) In de optiek van de "wetgever" in de 'commandite par actions' zelfs bij zover een tot verdwijnen gedoemde vennootschapsvorm dat de regering bij de projecten voor de nieuwe vennootschapswet voorstelde nog wel de bestaande commandites te behouden maar geen nieuwe meer te laten oprichten. In feite gaat de verdwijning van deze vennootschapsvorm vrij snel: van 13.085 in 1950 daalde hun aantal tot 228 in 1959. Zie hiervoor M.HAMIAUT, op. cit., II, p. 235-236.

Wat dan in de wet van 31 december 1970 als "burgerlijke vennootschap die op het spaarwezen een openbaar beroep mag doen" werd gecreëerd is een samenvoeging van de regeling m.b.t. benoeming en ontslag van de zaakvoerder uit de 'société à responsabilité limitée' enerzijds en anderzijds de regeling m.b.t. de emissie van aandelen, de informatie aan de vennoten en de samenkomst van de algemene vergadering uit de naamloze vennootschap.

Burgerlijk blijft deze vennootschap omwille van haar doel en verder wordt van regeling uit het Code civil nog, ondanks wijzigingen, het principe van het persoonlijk, verder dan ten belope van hun inbreng verantwoordelijk zijn der vennoten voor de vennootschaps-schulden (art. 1863 Code civil) behouden. Tenslotte zullen ook de artikelen 1832 en volgende als aanvullende regeling blijven gelden. Daarmee werd aan de burgerlijke vastgoedbeleggingsvennootschap een juridisch kader gegeven.

142.1. Bij de bescherming van de spaarders is men er in deze wet van uitgegaan dat de beleggers zelf maar moeten weten of de belegging die hen voorgesteld wordt een goede zaak is, of ze vertrouwen kunnen stellen in de beheerders enz... Dit impliceert dat de belegger steeds over juiste en over de juiste informatie beschikt en rustig overwogen beslissingen kan treffen, wat dan resulteert in een reglementering die de beoordelingsmomenten van de belegger veilig stelt tegen beïnvloeding en valse informatie. In de wet van 31 december 1970 vindt men daar treffende voorbeelden van. Twee beoordelingsmomenten zijn uitvoerig georganiseerd: de beslissing van de spaarder om aan de vennootschap te participeren en de jaarlijkse algemene vergadering waarbij de beleggers zich collectief uitspreken over het gevoerde beleid. Bij de inschrijving van beleggers moet hen de wettelijke voorgeschreven informatie verstrekt worden, informatie die hen moet toelaten

de vennootschap en de beheerders duidelijk te identificeren en zich een goed beeld te vormen van de beleggingsactiviteit, informatie ook die door de COB moet ^{aan}gevisieerd worden. Ter gelegenheid van de algemene vergadering worden de beleggers uitvoerige, door onafhankelijke commissarissen onderzochte en voor deugdelijk verklaarde, rekeningen voorgelegd. Naast deze twee georganiseerde beoordelingsmomenten is ook voorzien dat de spaarder die daarbuiten nog informatie nodig heeft deze ook kan bekomen. Aggressiviteit, beïnvloeding en uiteraard ook fraude vanwege de 'verkoper' of de beleggingsbeheerder tasten niet alleen de geldigheid van de door de beleggers genomen beslissing aan maar zijn doorgaans ook strafbaar.

Nu behoeft zo'n reglementering wel belangrijke correcties. In de eerste plaats gaat de belegger die een hem voorgestelde transactie moet beoordelen uit van een minimum, dat hij als evident beschouwt. Wie aan vastgoedbelegging gaat participeren verwacht bijv. niet dat men met zijn geld op de beurs zal speculeren. Hij zal dan ook niet in de statuten nagaan of er een verbodsbepaling in deze zin te lezen valt. Integendeel, zou zulks in de statuten staan dan zou dat eerder de argwaan van de belegger wekken: het bevestigen van evidenties roept immers de mogelijkheid en de bedreiging van een ontkenning ervan op. (wie zegt: je leeft, zegt daarmee: je had ook kunnen dood zijn). Het evidente minimum waarvan de belegger vertrekt en waarvan hij niet verwacht dat het er niet zou zijn moet alleszins door de wettelijke reglementering van zijn overeenkomst met de beleggingsbeheerder gewaarborgd zijn.

In de wet van 31 december vindt men dan ook bepalingen die inbreuken op deze minimum-verwachting van de belegger sanctioneren, bijv. het misbruik van het beleggingsvermogen door de beheerder.

Omdat het een evident minimum is dat gegarandeerd wordt hebben de wetsbepalingen een negatieve referentie: de beheerder moet (slechts) in zoverre te goeder trouw zijn dat hij niet wegens kwade trouw strafbaar wordt. Van de belegging wordt niet gegarandeerd dat het een ware belegging zal zijn, maar wel dat het niet zal uitlopen op grove speculatie.

142.2. Verder reikt de bescherming van de belegger niet in de franse wet. Hoe anders is dit in de Duitse en Zwitserse wetgeving waar men, o.i. terecht, ervan uitgaat dat de belegger meestal niet in staat is oordeelkundig te kiezen, al ware het maar omdat hij niet alle beleggingsprojecten, die hem mogelijks zouden kunnen aangeboden worden, kent en soms met (te) weinig zal tevreden zijn. In deze wetgeving wordt de belegger niet een negatief maar wel een positief minimum gegarandeerd: de beleggingsbeheerder zal niet enkel niet te kwader trouw zijn maar zal aan zodanige vereisten moeten voldoen dat op zijn goede trouw normalerwijze zal mogen gerekend worden. De beleggingsprojecten die voorgesteld worden zullen zodanig moeten zijn dat ze met goed gevolg een risicovrije en renderende belegging kunnen zijn. Een voorbeeld hiervan: de burgerlijke vastgoedvennootschap mag in Frankrijk slechts voor doel hebben de aankoop en het beheer van een onroerend vermogen, bestemd voor verhuring. Bestaat dit vermogen uit één oud herehuis in Parijs dan is het project niet vrij van risico maar mag men toch spaargelden ervoor aantrekken. In Duitsland en Zwitserland daarentegen zal een project van onvoldoende omvang en met onvoldoende risicospreiding bij de spaarders niet als belegging (Anlage, Investment...) mogen aangediend worden.

Verder heeft men in deze laatste landen ook terecht voorgehouden dat belegging bij uitstek een zaak van vertrouwen is. Net zomin als men niet zomaar eenderwie zijn geld toevertrouwt gaat men achteraf de man in wie men vertrouwen heeft gesteld op de vingers kijken. Kan men dus nog (nauwelijks) aanhouden dat de belegger bij het kopen van een beleggingspapier voldoende beschermd is door het

verzekeren van de juiste informatie die hij voor zijn beoordeling nodig heeft, de facto zal de belegger nadien niet meer voldoende beschermd zijn door hem jaarrekeningen te sturen waarvan hij hoogstens de post "uit te keren dividend" zal bekijken. Daarom heeft men in Duitsland en Zwitserland een controle ingesteld die, ook als de spaarders zelf niet op het beleggingsbeheerder toezicht houden, ervoor zorgt dat het vertrouwen van de beleggers niet zal beschaamd worden. Daarenboven beschermt deze overheidscontrole de beleggers ook tegen zichzelf, m.n. wordt voorkomen dat zij, omwille van aanlokkelijke winsten, het nemen van al te grote risico's zouden goedkeuren.

142.3. De wet van 31 december 1970 is een misbruiken-reglementering, die duidelijk sporen van alarmwetgeving draagt. Bij haast elke bepaling kan men denken aan een bepaalde praktijk waartegen men de beleggers dringend moest beschermen. Is een snelle, eerste, sanering in deze sector de bedoeling geweest, en niet de uitbouw van een goed statuut voor de 'civile immobilière' dan heeft de wet, niet zozeer de inhoudelijke reglementering als wel het er gekomen zijn van de uitbreiding der bevoegdheid van de COB tot deze beleggingsoperaties, zeker resultaat gehad.

De concertatie van het verschijnen der wet, de onmiddellijke, energieke actie van de COB en de gerechtelijke onderzoeken betreffende "La Garantie Foncière" en andere vennootschappen, en de publiciteit die dit alles omgeven heeft zal er wel voor zorgen dat de beleggers voortaan op hun hoede zijn.

De keerzijde hiervan is wellicht dat de "goede" burgerlijke vastgoedvennootschappen in de toekomst alles zullen in het werk stellen - meer dan aan de minimumbepalingen voldoen - om het vertrouwen van de beleggers te herwinnen.

Hoofdstuk V. VASTGOEDCERTIFICATEN IN BELGIE

143. Sinds 1965 worden in België vastgoedcertificaten (1) aangemaakt. Zo worden genoemd de schuldvorderingsbewijzen aan toonder, uitgegeven ter herfinanciering van bedrijfspand-leasing aan distributie-bedrijven. Alhoewel deze stukken onroerend en vrij vlot verhandelbaar zijn, aan toonder luiden en hun aanschaffing niet de grote bedragen vergt die voor een directe vastgoedbelegging nodig zijn, vertegenwoordigen ze voor de houders een 'belang in een onroerend goed', met name een evenredig deel in de opbrengst, jaarlijkse huur en liquidatiesaldo, van een winkelpand dat aan een soliede distributie-onderneming in huurfinanciering werd gegeven (2). Per project dat bij de emissie aan de beleggers wordt voorgesteld, wordt een vast aantal certificaten, waarvan de gezamenlijke waarden de investeringskosten van de leasing dekt, gecreëerd. Naast deze projectsgewijze georganiseerde-'closed-end'-leasingbelegging bestaat sinds 1969 een eerste 'open-end' vastgoedbeleggingsfonds, 'collectief onroerend fonds' genoemd, dat regelmatig nieuwe participatiebewijzen aanmaakt die samen met de reeds bestaande bewijzen delen in de opbrengst van een aangroeiend onroerend vermogen.

(1) De term 'vastgoedcertificaten' wordt hier aangewend in de tot nu gebruikte, algemene, betekenis. Op de Belgische markt verschijnen deze stukken onder de benaming 'vastgoedcertificaten' ('certificats fonciers', uitgegeven door de N.V. Het vastgoedcertificaat, Le Certificat Foncier S.A.), Vastgoed-rente-certificaten (certificats de rente immobilière, uitgegeven door N.V. Immorente), onroerende leasingcertificaten (van de N.V. Immolease-Trust) en onroerende certificaten (certificats immobiliers van de N.V. Het onroerend Vermogen, Le patrimoine Immobilier S.A.).

(2) Winkelpand-leasing werd de laatste jaren ook herfinancierd door de emissie van 'geindexeerde obligaties met tijdelijke winstbewijzen' en 'beleggingseenheden, omvattend één obligatie en één aandeel; emissie vanwege de financieringsvennootschap. Ook hier gaat het voor de beleggers om een indirecte, gefractioneerde vastgoedbelegging.

In het hierna volgende overzicht worden eerst de leasing-certificaten behandeld, daarna de participaties van het 'collectief onroerend fonds' en tenslotte zal de reglementering bestudeerd worden, waaronder vastgoedcertificaten in België ressorteren.

§ 1. Vastgoed-leasing certificaten.

A. De vastgoedleasing.

a. De leasing-nemer.

1. Vastgoedleasing in de bedrijfsfinanciering (1).

144. Vastgoedleasing is een 100-procent objectfinanciering op lange termijn waarbij door een gespecialiseerde onderneming, de leasing-gever, een bedrijfspand wordt opgericht of aangekocht, speciaal afgestemd op de behoeften van een ander bedrijf, leasing-nemer, aan hetwelk dit bedrijfsgebouw vervolgens voor een onopzegbare termijn verhuurd wordt. Op het einde van deze vaste huurtermijn beschikt de leasing-nemer over een kooprecht om het pand, tegen een prijs die op voorhand bepaald is

(1) Zie over bedrijfspandleasing als financieringsinstrument in het ondernemingsbeleid: F.W.C. BLOM, Sale-leaseback, N.V., 40, 6-10;-; De rol van leasing in de ondernemingsfinanciering, N.V., 40, 157-161;-; Bedrijfspannen, N.V., 41, 70-74;-; Leasing, Econ. Stat. Ber., 1968, 536-558;-; Financiering van ondernemingen, Brussel, 1966, p. 109. Verder over leasing: H. BREMSER, Das Immobilienleasing, in: Mieten oder Kaufen, Formen und Anwendungsbereich des Leasing-Verfahrens, Beilage Nr. 23/69 bei B.B., 1969, 10-14; H. HAVERMANN, Leasing, Düsseldorf, 1965; S. ROLIN, Le Leasing, Verviers, 1970; P. VAN POUCKE, De onroerende leasing, Documenten Seminarie onroerende investeringen, Brussel, 1970, 9pp.; D.W. VOORTHUYSEN, Enkele aantekeningen over Leasing (financieringshuur), T.V.V.S., VIII, p. 203 e.v.;-, Leasing, Deventer, 1970. Wanneer verder over leasing wordt gesproken wordt enkel huurfinanciering (financieringspacht of financieringshuur, location-financement, crédit-bail, finance-lease) bedoeld, in tegenstelling tot langetermijnverhuur (operationele leasing, location opérationnelle, location d'exploitation, lease, operational lease). Over

of bepaalbaar wordt op grond van de in het contract aangege-
duide gegevens, over te nemen (1).

145. 1. Vastgoedleasingcontracten ontstonden in de Verenigde Staten, onmiddellijk na de tweede Wereldoorlog (2). Belangrijke bedrijven verkochten hun onroerende (bedrijfs-)goederen aan pensioenfondsen en namen deze panden vervolgens terug in huur (sale-leaseback). Op deze manier konden ze de nodige risicokapitalen losweken, kapitalen die voor investering in (geldverslindende) moderne productieprocédés nodig waren.

Dit kapitaal is er in moderne bedrijven zoveel nodig en moet zo hoog gehonoreerd worden dat de ondernemer het niet wil vastzetten in eigendom van onroerend goed:

Liever zal hij zich de nodige bedrijfspanden aanschaffen door ze te laten bouwen met geleend geld of door ze te huren. Eenvoudig huren van bedrijfsgebouwen is wel een voorlopig goedkope oplossing maar veronderstelt een geschikt en goed gelegen bedrijfspand te vinden dat in huur wordt aangeboden. Eigendom, gefinancierd met hypothecaire leningen komt minder in aanmerking omdat

(./.)het onderscheid tussen
beide vormen zie S. ROLIN, op. cit., p. 13-17, en D.W.
VOORTHUYSEN, Leasing, p. 18-30.

- (1) Soms wordt dit kooprecht vervangen door een huurrecht, waarbij de leasingnemer het goed gewoon 'verder huurt' tegen een (zeer lage) prijs, die kan berekend worden 1) als percentage van de totale investering, 2) als percentage van de huurprijs tijdens de vaste huurtermijn, ofwel 3) zal berekend worden in functie van de residu-waarde van het gebouw op het einde van de vaste huurtermijn.
- (2) Leasing van bedrijfsmateriaal ontstond tijdens de wereldoorlog zelf. Op deze wijze werd het productiemateriaal gefinancierd dat moest dienen voor de (voor het bedrijf: additionele en tijdelijke) oorlogsproductie. Deze financieringsvorm werd bevorderd door het feit dat de overheid als afnemer toeliet de betaalde leasingvergoedingen mee te calculeren in de kostprijs. Zie hierover: VOORTHUYSEN, op. cit., p. 82.

hier nog een bijkomende investering vanwege de ondernemer gevraagd wordt: deze leningen dekken nooit het volledige investeringsbedrag. Wanneer het bedrijfspand daarenboven erg gespecialiseerd is zal het op de executiewaarde (die dan gering zal zijn) berustend hypothecair krediet nog beperkter zijn. Sommige ondernemingen kunnen wel onderhandse leningen tot 100 procent van de investering aangaan maar de doorgaans korte afbetalingstermijn ervan maakt dit soort van operaties zwaar voor de liquiditeit (1). Eigendom gefinancierd door huurkoop is een andere mogelijkheid. Hier gaat het soms om een 100 % financiering waarbij de huurder gedurende een vaste termijn een meer dan normale jaarhuur betaalt en daardoor tevens op het einde van die termijn de restwaarde van het gebouw verkrijgt. De tijdens deze vaste termijn te betalen jaarlijkse huur kan evenwel voor ondernemingen met een 'krappe' liquiditeit te hoog liggen. Daarnaast is aan huurkoop, en ook aan eigendom, gefinancierd met hypothecaire leningen, verbonden dat ze 'langs de balans gaan'. In beide gevallen moet de waarde van het bedrijfsgebouw op het actief van de balans komen en de schuldenlast, hypotheeklening of huurverkoopverplichting op de passiefzijde.

Sommige ondernemers zijn van oordeel dat de hierdoor ontstane vergroting van de schuldenlast op lange termijn (passiefzijde) deflatterend zal werken ten aanzien van hun kredietwaardigheid (2). Diegenen die toegang hebben tot de emissiemarkt vinden bovendien dat hun emissiecapaciteit door dit 'langs de balans gaan' in het gedrang komt. Hoeveel kapitaal een onderneming zal kunnen aantrekken hangt, aldus de premissen in deze redenering,

(1) Een voorbeeld van F.W.C. BLOM, Bedrijfspannen, loc. cit., (een voorbeeld uit 1964): Een lening op 15 à 20 jaar afbetalen maakt 5 à 7 % jaarlijkse terugbetaling plus 5 % rente, d.i. 11 % van de investering die per jaar moet betaald worden.

(2) Over deze 'mythe': VOORTHUYSEN, p. 40 en p. 53.

niet af en toe van de ondernemer zelf maar van het oordeel dat de spaarders, kapitaal-aanbieders, zich vormen over het bedrijf. Dit oordeel is gesteund op eerder conservatieve balans-ratio's als de verhouding eigen kapitaal - vreemd vermogen, een verhouding die door het opnemen van de lening- of huurkoopverplichting in de schuldenlast 'verstoord wordt'. Hier geldt het adagium dat elke verhoging van die schuldenlast een 'hypotheek legt op het aandeelhouderskapitaal' (1).

145. 2. Huurfinanciering, leasing, lijkt aan al deze tekortkomingen van andere financieringsvormen niet te lijden. Het is een vorm van in-huur-neming maar het pand dat in huur wordt genomen is in tegenstelling tot de eenvoudige huur speciaal op de behoeften van het bedrijf afgestemd, het is op maat gemaakt, een voordeel dat alleen eigendomverwerving door 'bouwen' biedt. Tegenover eigendomsverkrijging, gefinancierd door een gewone hypothecaire lening, biedt leasing het voordeel van een 100 %-financiering: er is geen eigen investering voor nodig. Anderzijds ligt de normale kost van leasing - weliswaar beter gespreid - toch wat hoger dan een eventuele 100 %-financiering met leenvermogen. Met huurkoop vergeleken is het verschil niet groot. Gedurende de in beide contracten bestaande vaste huurtermijn (die bij leasing iets langer zal zijn) is de jaarlijkse vergoeding iets groter bij huurkoop. Maar daarmee verkrijgt de huurder dan ook de restwaarde van het gebouw. De leasingnemer

(1) Deze overweging lijkt, onder meerdere anderen, meegespeeld te hebben toen petroleummaatschappijen tijdens de Suez-crisis (1956) tankers en opslagruimten gingen 'leasen'. Zij wilden het image van hun aandelen als 'blue chip' niet in het gedrang brengen door plotse, uit de balans blijkende, kredietopnamen.

die op het einde van de vaste huurtermijn het pand wil verkrijgen moet daarvoor een prijs betalen, zodat men zegt dat hij de restwaarde niet krijgt. Dit laatste is slechts ten dele juist. Moet de leasingnemer bijv. als overnameprijs de getaxeerde waarde van de grond betalen dan blijft toch voor hem het verschil tussen deze waarde en de waarde die de grond zal hebben wanneer het gebouw effectief zijn nut -voor de leasingnemer- zal verloren hebben en dus geliquideerd zal worden. Voor sommige ondernemingen is overigens het kleine verschil in jaarlijkse huurvergoeding belangrijk genoeg om leasing te verkiezen. Willen ze het gebouw later overnemen dan is deze investering althans 'op de lange baan' geschoven. Bovendien hoeven ze hun koopoptie niet te lichten: wanneer het gebouw na de vaste huurperiode, omwille van de evolutie in het bedrijf, niet meer aangepast is kunnen ze het ook laten voor wat het is. De huurkoper daarentegen, die voor de restwaarde bereid was hogere jaarvergoedingen te betalen zou in zulk geval met een tot niets dienend gebouw blijven zitten (1).

Leasingverplichtingen gaan bovendien 'buiten de balans om': de jaarlijkse vergoedingen worden als betaalde huur op de exploitatierekening geplaatst. Slechts indien na verloop van de vaste huurtermijn de gebouwen worden overgenomen zal zulks ^{uit} de balans blijken. Op dat ogenblik gaat het evenwel om een geringe waarde en zouden er al schulden moeten opgenomen worden om de overnameprijs te kunnen betalen dan zou het om een gering bedrag gaan, waardoor toekomstige aandeelhouders niet worden afgeschrikt. Welk flatterend effect leasing-financiering in tegenstelling tot schuldfinanciering op de balans heeft wordt geïllustreerd aan de hand van het volgende voorbeeld.

(1) Dit zou eigenlijk alleen maar ten gevolge van onvoorziene omstandigheden mogen geschieden: zo de ondernemer dergelijke evolutie zou voorzien dan is huurkoop zeker niet de aangepaste formule!

G.B. Bedrijven heeft op 31 januari 1971, 1.700 miljoen kapitaal en 600 miljoen schulden op lange termijn, wat een verhouding 70 % - 30 % uitmaakt. Zou deze onderneming de bedrijfspanden die ze de laatste expansievolle jaren in gebruik nam dank zij (door vastgoedcertificaten geherfinancierde) onroerende leasing, verworven hebben met leenvermogen of in huurkoop hebben genomen dan zou de tegenwaarde van die panden, nl. 1.400 miljoen (in 1970 alleen al voor 868, 1 miljoen) bij de schulden op lange termijn gevoegd moeten worden. De bovengenoemde verhouding zou dan, in plaats van 70 % - 30 % , 46 % - 54 % bedragen (1) (1 bis). Met de leasingfiguur profiteert de onderneming voor een groot deel van de overeenkomstige voordelen als financiering van eigendom met leenvermogen zou hebben opgeleverd, maar dan heeft zij niet het nadeel dat de beleggers haar daarom financieel zwak zouden vinden (2). Om te verregerende balansversluiering in dezen tegen te gaan hebben sommige ondernemingen, nadat overigens vaststond dat beleggers lease-verplichtingen niet zo erg nemen als leen-financiering (3), de door het bedrijf opgenomen leases onderaan de balans vermeld (4).

-
- (1) Over het effect van het op de balans plaatsen van geactualiseerde lease-verplichtingen, zie F.W.C. BLOM, De rol van leasing in de ondernemingsfinanciering, art. cit., p. 159-160 alwaar geciteerd een dusdanige bewerking van Donald R. GANT, Illusion in lease financing, Harvard Business Review, maart-april 1959 en de op dit artikel volgende enquête van Richard F. VANCIL en Robert N. ANTHONY, The financial community looks at Leasing, H.B.R. Nov.-dec., 1959. Zou G.B. de opgenomen lease-verplichtingen, geactualiseerd, op het balanspassief plaatsen dan zou dit, grosso modo, een 47 % - 53 % verhouding geven. De actualisatie van de lease-verplichting geschiedde hier volgens de formule

$$\sum_{n=0}^{30} \frac{1}{(1+i)^n}, \text{ waarbij } i \text{ voor}$$

8 % genomen werd en verder het reeds voor een paar jaar verlopen zijn van sommige lease-verplichtingen verwaarloosd werd. De uitkomst van bovengenoemde formule is 12,257... Met dit bedrag werd de jaarlijkse lease-verplichting voor alle onroerende goederen, forfaitair op 8 % van het geïnvesteerde kapitaal geschat, vermenigvuldigd.

- (1 bis) De Bankcommissie beveelt nu aan de lease-verplichtingen in orderrekening te plaatsen: zie daaromtrent Jaarverslag 1970-1971, p. 158-159.

Vanuit kredietverleningsstandpunt is het verschil tussen huurkoop en leasing dat het termijnkrediet (huurkoop) onder de kostprijs van de te financieren zaak blijft, de looptijd korter is dan bij leasing en als waarde, de directe opbrengstwaarde van de zaak belangrijk geacht wordt. Deze kredietvorm is erg gebonden aan het gefinancierde object. Leasing is niet in even belangrijke mate aan het object gebonden. Voor de verlening van het krediet is niet zozeer de directe opbrengstwaarde het object maar wel de indirecte opbrengstwaarde van belang. De vraag is niet of bij liquidatie de zaak de kredieten terug zal opbrengen maar wel of de door de door haar voortgebrachte (additionele) productie groot genoeg zal zijn voor de aflossing van het lease-krediet (1). Anderzijds is leasing weer meer dan huurkoop 'projectgericht' omdat de leasetermijn ongeveer gelijk loopt met de economische leefduur van de zaak terwijl de huurkooptermijn korter is dan die leefduur. Huurfinanciering onderscheidt zich nog verder van de andere financieringsvormen door de bijkomende diensten die vanwege de leasing-gever aan de leasing-nemer worden verstrekt. Daartoe behoort de studie van investering en financiering en veelal zal de bijzonder ervaren vastgoed-leasing-onderneming ook effectief als bouwheer optreden in plaats van de onervaren leasing-nemer (2).

./.

(2) F.W.C. BLOM, loc. cit.,

(3) Luidens de bij BLOM vermelde enquête (zie noot 1).

(4) In Duitsland moeten deze leases langs de balans omgaan. Over de reglementering en/of voorstellen in Frankrijk, Nederland en U.S.A. alsmede de door sommige auteurs vooropgestelde 'eerlijkheids-regelen', zie D.W. VOORTHUYSEN, op. cit., p. 40-42. Sinds kort ook in België.

(1) VOORTHUYSEN, p. 38-40.

(2) Dit effectief als bouwheer optreden sluit daarom niet in dat de leasing-gever zelf juridisch als bouwheer zal optreden. Het kan zijn dat naast een leasingcontract tussen A en B een financieringscontract bestaat tussen B (leasing-gever) en een financier C, die dan als eigenaar zal optreden en juridisch als bouwheer.

145. 3. Uit dit kort vergelijkende overzicht hoeft niet te blijken dat financieringshuur voor ieder bedrijf de ideale oplossing is, wel is leasing de meest elegante oplossing voor (sterke) bedrijven die in volle expansie zijn of een tijdelijke (grote) crisis doormaken en grote vaste investeringen moeten doen: vastgoedleasing is dan de formule die het minst de liquiditeit belast.

Aldus werd, zoals reeds vermeld, na de laatste wereldoorlog en tijdens de Suez-crisis op vastgoedleasing een beroep gedaan. Om 'groeikrampen' te verlichten werden vooral door distributie-ondernemingen onroerende goederen in financieringshuur genomen.

2) De distributie-onderneming, leasing-nemer.

146. 1. In België, waar leasing in het begin der zestiger jaren bekend raakte heeft deze financieringsvorm niet zo'n snelle expansie gekend als in andere Europese landen. De omvang van het totale pakket lease-goederen (zowel operationele leasing als huurfinanciering) is m.n. niet zo omvangrijk als in Frankrijk, waar deze formule in dezelfde periode ingang vond. Naast andere redenen wordt dit o.m. door Serge ROLIN toegeschreven aan het feit dat financieringshuur hier geen lacune in het middellang krediet moest aanvullen (1).

Ook de specifieke bedrijfspandleasing komt ten onzent nog niet in belangrijke mate voor. Een reden hiervoor blijkt het feit dat de vele Belgische ondernemingen niet overeenkomen met het bedrijfstype dat op leasing van bedrijfsgebouwen een beroep hoeft te doen. Zo komt vastgoed-huurfinanciering o.m. niet in

(1) Op. cit., p. 39. Ook in Nederland was dit niet zo en toch ontwikkelde leasing zich daar beter. Zie over de redenen hiervoor: VOORTHUYSEN, op. cit., p. 82 e.v.

met aanmerking voor besloten -o.m. talrijke middelgrote- ondernemingen die willen bouwen aan een grote vermogenswaarde voor de toekomst en daarom eigendomsverwerving, eventueel met leenvermogen als hulp-financiering, zullen voorstaan (1). Grote ondernemingen hebben vaak een 'eigen' immobiliënvennootschap, waaraan zij hun bedrijfsgebouwen 'huren'. Wanneer deze immobiliënvennootschappen voldoende 'beleggers' of leenvermogen kunnen aantrekken biedt dit procédé belangrijke voordelen. De onderneming kan op deze manier 'op maat gemaakte' gebouwen huren (fiscaal aftrekbaar), zulks voor een lange vaste termijn en tegen gunstige voorwaarden. En zo de immobiliënvennootschap al leningen zou moeten opnemen dan deflatteert dit toch niet het 'image' van het 'hoofdbedrijf'.

Tenslotte is er voor de basisindustrie met -bij voorkeur- een grote tewerkstellingscapaciteit nog in belangrijke mate directe en indirecte Staatssteun aanwezig om vaste investeringen te helpen bekostigen. Naast gewone kredieten (subjectfinanciering) is in dit kader o.m. de mogelijkheid voorhanden om 'op maat gemaakte' bedrijfspanden te huren van een parastatale; bestond er onder de wet van 1959 reeds een erg op leasing gelijkend type-contract (2) en zal o.m. de N.M.K.N. in de toekomst tot vastgoedleasing overgaan (3).

(1) F.W.C. BLOM, Bedrijfspanden, loc. cit., p. 74.

(2) Ministeriele Circulaire van 17 sept. 1963. Zie hierover BROUW, Opstal, verhuring, natrekking: een nieuw krediet aan de patroon inzake investeringen, Rev. Banque, 1968, p. 489 e.v.; P. ORIANNE, Les contrats passés entre les pouvoirs publics et les entreprises en application de la politique d'expansion régionale, Entreprise dans la cité, 1967, 145-229.

(3) Verslag over het boekjaar 1970, p. 15 alwaar wordt medegedeeld dat de N.M.K.N. in dit verband haar statuten zal aanpassen.

146. 2. Eén soort van onderneming hoort -in principe- zeker tot de kandidaten voor leasing: de distributie-onderneming, de geïntegreerde keten van supermarkten.⁽¹⁾ Meer dan andere bedrijven heeft dit soort van onderneming vele en geschikt gelegen gebouwen nodig om haar bedrijf uit te oefenen. Vooral de recente ontwikkeling om supermarkten aan de rand van grote centra -op gemakkelijk bereikbare plaatsen- in te planten en anderzijds de vrijdagavond-zaterdag koopdaggewoonte maken dat ruime verkoopscentra met voldoende parkeerruimte nodig zijn (2).

(1) Voor een classificatie van distributie-ondernemingen zie o.m. 'De ontwikkeling van de zelfbediening in België', gespecialiseerde informatie van het Belgisch Centrum voor de Distributie', nr. 2-66, p. 2-3, p. 47. Grosso modo kan deze classificatie als volgt gebeuren.

- grootwarenhuizen (grands magasins, à rayons multiples) zijn warenhuizen met vrije toegang waar "goederen, die volgens traditie commercieel niet bij mekaar horen samen, in één grote winkel worden verkocht" (bijv. INnovation). Deze zijn te onderscheiden van het 'gemeenschappelijk warenhuis' (zie hierover de samenvatting van een scriptie van A.P.P. VAN TROOST, door de auteur zelf, in E.S.B., 1970, 221-224) door het feit dat de eerste soort één enkele onderneming uitmaken, de tweede soort een bijeenbrengen is van verschillende detailhandelaren in één winkelgebouw. Bij de distributie-ondernemingen wordt niet gerekend de beperkte integratie van diverse detailhandelaars of dienstenverleners in een zogenaamd 'shopping center', in 'galerijen' of in het gelijkvloers van een appartementsgebouw (krachtens de contracten van mede-eigendom wordt gepoogd een zekere eenheid en -minimum- een verhinderen van concurrentiële detailhandels in hetzelfde gebouw te realiseren.

"Magasins à prix uniques" zijn grootwarenhuizen waar slechts een beperkt assortiment van producten wordt verkocht en tegen zgn. 'eenheidsprijzen' (enkel-prijzen). Een idee van de beperktheid van het assortiment wordt gegeven in C.H., 1959, 11, p. 8: slechts 5.000 à 6.000 verschillende artikelen worden er verkocht. In grootwarenhuizen treft men meerdere honderdduizenden "referenties" (sindsdien is het assortiment echter verbreed) aan.

- zelfbedieningszaken. Gewoonlijk bestaat hier een volledige voedingswaren-afdeling (inclusief vers vlees) en daarnaast sommige andere artikelen als (boven-)kleding en huishoudgerief. Soms wordt onderscheid gemaakt tussen supermarkt (algemene voeding) en super-bazar (-ook- andere artikelen). Eigen kenmerk is de (bijna volledige) zelfbediening vanwege de consument.

(1) ./.

Naar grootte kan men ze indelen in superettes (+ 100 tot 400 m² verkoopoppervlakte), supermarkten (meer dan 400 m² verkoopoppervlakte) en hypermarkten (meer dan 2.000 m² verkoopoppervlakte volgens C.H., 1971, 509-510, p. 8).

Voor de statistiek worden in België de distributie-ondernemingen onderverdeeld in grootwarenhuizen (à rayons multiples), coöperatieven, detailhandel met minstens 5 filialen, zelfbedieningszaken (verdeeld in kleine en middelgrote en grote ondernemingen) of supermarkten en grossisten ('grossierderij' bijv. cash and carry).

- (2) Over de evolutie in de distributiesector: Verslag Distributie 1980, Belgische Dienst voor de Opvoering van de Productiviteit R. SWINNEN, P. DENEFFÉ, "De consumptie als determinerende factor in de evolutie van de distributie; T.v. Economie, XIII (1968), 132-156; J.B. JEFFERREYS, Modes de distribution, in: Choix pour l'an 2000, Brussel, 1969, 168-171. Op het vlak van de inplanting van verkoopcentra (in functie van de demografische situatie) denkt men voor de toekomst aan gemeentelijke en regionale 'koopcentra', op het vlak van de kwaliteit denkt men aan enerzijds massadistributie, anderzijds servicedistributie (deze laatste voor meer koopkrachtige consumenten die zeker niet hetzelfde als de anderen willen kopen!). Zie hierover P. DENEFFÉ, Distributie en consument. Evolutie en Prognose, Antwerpen, 1970, in 't bijzonder over de veranderde koopgewoonten, p. 125-128.

Iedere vastlegging van eigen kapitaal of overmatige belasting der liquiditeit is voor deze ondernemingen 'verloren' voor de omzetvergroting. Is de distributie-onderneming zo al een kandidaat-leasing-nemer dan wordt dit effect nog versterkt door de 'groei-kampen' die deze ondernemingen de laatste jaren in België door-maken.

Inderdaad, het is pas sinds 1961 dat elke 'grendel-reglementering' ten aanzien van grootwarenhuizen een einde nam.

146. 3. Op 30 december 1936 was immers door de Senaat een wet gestemd die de expansie van de grootwarenhuizen tijdelijk (die wet zou van kracht zijn van 27/10/1936 tot 1/3/1937) moest be-vriezen, in afwachting dat het Parlement de voorstellen van de ministeriële Commissie ter studie van de problemen in de detail-handel (1), eventueel geamendeerd, kracht van wet zou gegeven hebben (2). De grootwarenhuizen worden immers als marktver-

(1) Naast deze Commissie was de heer F. Collin Koninklijk Commissaris voor de Middenstand, ambachtslieden en hande-laars. Zijn rapport legde hij voor op 15 januari 1937, twee dagen na de ondertekening van de tijdelijke wet.

(2) Wet van 13 januari 1937, B.S. 17 januari 1937, Pasinomie, p. 11. De lezenswaardige voorbereidende werken: Kamer: Doc. 1936, nrs. 94 en 117; Ann., 1936-1937, zittingen van 3 en 8 december 1936, p. 345-388; Senaat: Doc. 1936, nrs. 57 en 80; Ann., 1936-1937, zitting van 30 dec. 1936, p. 534-555. Het uitvoeringsbesluit van deze wet kwam pas terzelfdertijd als de eerste 'verlengingswet', W. en K.B. van 25 maart 1937, B.S. 8 april; Pasinomie, p. 75. De retro-actieve wet werd toen -nogmaals retro-actief- verlengd van 1 maart tot 1 april. De wet verbood het openen of vergroten van een 'in-richting met menigvuldige afdelingen voor verkoop in 't klein van handelswaren die commerciëel niet samen horen of gewoonlijk niet in eenzelfde inrichting te koop worden ge-steld'. De wet gold niet voor steden met meer dan 100.000 inwoners. Bovendien mochten de aangangzijnde ver-grotingen voor 27 oktober ondernomen werken, verder uitge-voerd worden. De beheerders van grootwarenhuizen wisten al lang dat een 'grendelwet' op komst zou zijn en hadden in extremis werken uitbesteed: Priba verwierf een bouwterrein te Verviers op 26 april 1936 en sloot op 15 augustus de aannemingsovereenkomst voor de bouw van een Uniprix. Sarma voorzag op 15 februari 1937 de opening van een warenhuis te Antwerpen. G.B. en G.A. plande te Mechelen uitbreiding voor "bureau's" en te La Louvière werd op 3 oktober een terrein aangeschaft en op 26 oktober de aannemingsovereenkomst voor een 'prisunic' afgesloten (Ann. Kamer, p. 360). Over de ver-dere geschiedenis van de wet, zie Les Grands Magazins et la loi de Cadenas, 'Courrier Hebdomadaire' CRTSP, 1959, nr. 11, 7-16, en Morphologie des Groupes Financiers, Brussel, 1966, p. 399-400.

stoorders aanzien die een belangrijk aandeel hadden in de verpaupering van de kleine handelaars en ambachtslieden. Deze wet werd elf maal verlengd, tot één maart 1959 (1). In februari van dat jaar werd tussen de Minister van Middenstand, P. Van den Boeynants, en de organisaties van de grote distributieondernemingen (2) een gentlemen's agreement bereikt waarbij werd overeengekomen dat de wet niet meer zou verlengd worden maar dat de distributieondernemingen zelf voor een overgangsfase zouden zorgen en dit tot 1 januari 1961 (3). Vanaf 1 januari 1961 zou de expansie van de distributie-ketens niet meer afgeremd worden. Sindsdien hebben de distributieondernemingen, waarvan het organisatorisch beeld sinds 1936 hetzelfde was gebleven, zich gereorganiseerd en zijn ze, nadien, tot uitbreiding gekomen.

-
- (1) Een onderbreking was de periode 1948-1954 toen, door de wet van 12 mei 1948 de grendelreglementering slechts werd behouden voor de producten die niet aan de forfaitaire overdrachttaks waren onderworpen, en dat waren er toen vele. Vooral zouden toen de middenstanders tegenover de grootwarenhuizen benadeeld zijn m.b.t. de goederen waarvoor de forfaitaire overdrachttaks niet bestond en waar door de tussenpersonen-organisatie van de detailhandel de cumulatie van taksen tot bij de gewone handelaar tot hogere prijzen moest aanleiding geven dan bij de in gunstiger voorwaarden en rechtstreeks aan de fabrikant kopende distributie-ondernemers. In 1954 werd het principe van de wet van 13 januari 1937 terug opgenomen (wet van 3 maart 1954). Verder werd de inwonersgrens verlaagd tot 50.000. Voor 15 (van de 2.666) gemeentes was aldus de grendelreglementering niet van kracht.
 - (2) De heer E. Bernheim (van de familie die l'Innovation controleerde) namens de 'Association des Grandes Entreprises de Distribution' (AGED), de heer J. Dansette (van de groep van Gysel-Dansette die Sarma, Nopri, Grands Magazins de la Bourse controleerde) namens de 'Union Professionnelle des Magazins à rayons multiples' wisselden brieven met de Minister. Delhaize Gebroeders en Le Lion ratificeerden het akkoord.
 - (3) De wet zou door de distributieondernemingen vrijwillig toegepast worden op de volgende manier. De grens van 50.000 inwoners werd verlaagd tot 15.000 inwoners voor zover het de agglomeraties betrof van Brussel, Antwerpen, Luik, Gent, 'Charleroi, Borinage en 'het Centrum'.

In 1959 kende België zoals in 1936 volgende grootwarenhuizen: Au Bon Marché, A l'Innovation, Grand Bazar d'Anvers, G.B. de Bruxelles, G.B. de la Place Saint-Lambert, Sarma, Nopri, Grands Magazins de la Bourse en Delhaize 'de Leeuw'. Prisunic, Priba en Uniprix N.V. was een gemeenschappelijke dochteronderneming van Bon Marché en Innovation (sinds 1934). De meeste van deze ondernemingen hoorden toe aan families (1).

Nog in 1961 zelf, het einde van de grendelreglementering, speelde zich een eerste concentratie af. Later, nadat een geweldige evolutie reeds begonnen was, in 1968-1969, volgde een tweede concentratie of overname door een 'krachtige groep'.

In 1961 stichtte G.B. d'Anvers samen met Jewel Tea Inc. (Chicago) (ieder 36 % van het kapitaal) de N.V. Supermarkten G.B. Dezelfde partners stichtten, eveneens in 1961, met G.B. de Liège en Bon Marché, de N.V. Superbazars. Later zou 'Supermarkten GB' de eigen moedermaatschappij, 'GB d'Anvers, opslorpen en in 1969 fusioneerden Supermarkten GB en Superbazars tot 'GB Bedrijven'.

Eveneens in 1961 reorganiseerde zich de 'groep van Gysel-Dansette. Door Sarma werd toen de N.V. Sarma-Nopri opgericht. Later, in 1966, zou Sarma de N.V. Groothuis, exploitant van de Nopri-winkels, opslorpen. In 1969 nam de Amerikaanse groep J.C. Penney een meerderheidsparticipatie in Sarma N.V.

Innovation en Bon Marché die reeds lang samen 'Prisunic, Uniprix en Priba' dreven -en hiermee in het buitenland ongelukkige initiatieven namen (Priba-Nederland)- fusioneerden in 1968 tot Inno-BM, meteen het grootste distributie-bedrijf.

(1) Au Bon Marché: Vaxelaire-Claes; A l'Innovation: Meyer-Bernheim; de drie GB's die samen in een aankoopcentrale verenigd waren kenden als beheerder de heer Beauvillon; Sarma-Nopri, Groothuis (aankoopcentrale van Nopri) en Bourse behoorden tot de 'groep van Gysel-Dansette' en Delhaize aan de gelijknamige familie.

In 1970 zijn er in België nog vijf grote distributie-ondernemingen. Bij de meeste onder hen zijn nu ook belangrijke financiële groepen betrokken.

Inno-BM inbegrepen de door deze beheerste Uniprix, Prisunic en Priba, is nog voor een belangrijk deel in handen van twee families, daarnaast nemen echter Lambert, Bank van Parijs en de Nederlanden (langs Cofepa) en de groep Boël erin deel. GB-Bedrijven wordt door een gemengd Belgische-buitenlandse (Jewel Tea) groep beheerst. Bufa en de groep Desclée (vroeger reeds beide in GB d'Anvers) Lambert en Boël zijn belangrijke aandeelhouders. Sarma wordt beheerst door de Amerikaanse groep J.C. Penny. Nog slechts Galeries Anspach (families de Bodt en d'Oultremont) en Delhaize zijn familiale bedrijven (1). Er weze nog aangestipt dat sommige van deze ondernemingen nog belangrijke participaties hebben in binnenlandse en buitenlandse dochter- of nevenbedrijven (o.m. Sarma en Inno-BM) (2).

De ontwikkeling in de distributiesector ging inmiddels zeer snel. Terwijl er in 1959 nog per 72 inwoners één voedingszaak (algemene voedingswaren) bestond bedroeg deze verhouding einde 1969 één per 230 inwoners. Tussen 1965 en 1969 werden per jaar gemiddeld 1.860 van deze winkels gesloten. Meestal ging het daarbij om handelszaken die slechts als bijverdienste waren opgezet. Anderzijds steeg het aantal supermarkten van één in 1958 tot meer dan vierhonderd eind 1969 (359 begin 1969, 188 in 1967). Verder zijn er nu ongeveer 1.500 superettes en een twintigtal hypermarkten.

(1) Sinds het schrijven van deze regels werd, op 15 september 1971, op de aandelen Galeries Anspach een openbaar koopaanbod gedaan door Sears, Roebuck and Co. (U.S.A.). Sears zou met goedvinden van de G.A.-directie alle aandelen overnemen en een nieuwe beheers- en dividendpolitiek gaan voeren. G.A. wordt dan een 100 %-dochteronderneming van Sears. Zie hiervoor de toelichting in de prospectus bij deze operatie.

(2) M. DE VROEY en A. CARTON DE WIART, La propriété et la part de marché des principales entreprises industrielles en Belgique, Courrier Hebdomadaire CRISP 495 (16.10.70) en 509-510 (12.2.71), nr. 1.

Terwijl de expansie van de grootwarenhuizen in de centra der grote steden geremd werd door de hoge grond- en bouwkosten en het parkeerprobleem werden supermarkten ingeplant in rand-gemeenten, op goed bereikbare plaatsen. Ook een andere evolutie is in dit verband aanwijsbaar: in de grote steden worden de zgn. grootwarenhuizen meer en meer ingeschakeld in de 'winkelwijken', waartoe ook de 'galerijen' met hun boetieks behoren. Men gaat er 'winkelen', kijken naar de nieuwigheden en misschien ook wat kopen. De supermarkten aan de rand der centra en de superettes in de kleine gemeenten zijn daarentegen 'koophuizen' geworden, gespecialiseerd in voedings- en huishoudartikelen, waar wekelijks massa-inkopen worden gedaan.

Tussen 1965 en 1969 evolueerde de zakencijfer-index van deze laatste soort bedrijven van 100 naar 220 voor de bijhuisbedrijven, 210 voor de kleine en middelgrote- en 308 voor de grote distributie-ondernemingen. Voor dezelfde periode evolueerde de index van het zakencijfer der traditionele grootwarenhuizen ('Grands Magasins à rayons multiples') van 100 naar 136 (1).

Is de grote distributie-onderneming, de supermarkt-keten, zo al een onderneming die als potentiële lease-nemer kan worden beschouwd omdat ze, daar ze haar winst vooral uit een grote omzet moet halen, liever alle vrijkomend kapitaal voor de omzetvergroting gebruikt, dan versterkt de snelle recente evolutie op de Belgische markt dit effect nog. In een (korte?) harde 'rush' om op de meest gunstige plaatsen het eerst over een voldoende groot verkoopscentrum te beschikken, is zoveel geld nodig dat men zo goedkoop mogelijk tracht te krijgen (op voorwaarde dat de terugbetaling niet te zwaar gaat wegen op de liquiditeit) en waarvoor men liever de gewone, eerder conservatieve, kapitaal- of kredietverstrekken niet lastigvalt: door het zien van deze abnormale - omwille van 'groeikrampen' - extra-geldbehoefte vanwege de onderneming zou hun vertrouwen in de onderneming geschokt worden. Hoe groot deze plotse extra-geldbehoefte kan zijn kan men o.a. afmeten aan de in 1970 opgenomen leases, die door middel van vastgoedcertificaten herfinancierd werden. Tussen december 1969 en december 1970 werden 19 projecten gefinancierd, voor een gezamenlijke waarde van 1.655,6 miljoen (inbegrepen herfinanciering door immob. invest. eenheid). Vijf van deze projecten vereisten een investering van meer dan 120 miljoen elk. Dit bedrag, 1.655 miljoen, dat enkel door de grootste supermarktbedrijven werd

(1) Stat. Bull. 1971, 1, p. 36-37, p. 68.

Zie verder ook: Statistieken van handel en nijverheid, 1971, 2, p. 16-24.

opgenomen, vertegenwoordigt het dubbele (2,15) van het op de markt in 1969, bij publieke emissie van aandelen en publieke of private plaatsing van obligaties, door alle warenhuizen samen (alle categorieën) aangetrokken geld (1). 1.655 miljoen vertegenwoordigt vijf maal het jaargemiddelde van het door spaarders op de traditionele emissiemarkt voor de warenhuizen voorbehouden kapitaal tijdens de jaren 1959-1969 (2).

(1) Emissies, publieke en private: warenhuizen in miljoenen

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
aandelen	390	86	707	217	--	170	--
oblig.publ.	50	--	--	--	--	--	78
oblig.priv.	295	49	150	--	560	--	--
<u>Totaal</u>	735	135	857	217	560	170	78

	1966	1967	1968	1969
aandelen	--	--	--	267
oblig.publ.	--	--	--	--
oblig.priv.	70	--	--	500
<u>Totaal</u>	70	--	--	767

T. gemiddelde per jaar: 326,2

Emissies van vastgoedcertificaten aangevraagd aan de Bankcommissie in 1969: 693,19

Bron: Jaarverslagen van de Bankcommissie, 1963, 1969-70. De interpretatie van deze tabellen is toegelicht in het Jaarverslag 1967, p. 191. Hieruit blijkt dat deze cijfers niet zozeer de vraag naar geldmiddelen bij de ondernemingen weergeven, maar eerder het aanbod van geld op de bedoelde markt. Geschat wordt dat de globale tabel (alle industrietakken samen) slechts 7,6 % weergeeft van de door de ondernemingen opgenomen geldmiddelen. Andere geldmiddelen: kredieten van banken, N.M.K.N., enz...

Zou dit ook zo zijn voor de 'warenhuizen' dan zou de effectieve geldopname gemiddeld 4.500 miljoen per jaar bedragen tijdens de periode 1959-1969.

Belangrijk voor de interpretatie van de tabel is eveneens dat hierin blijkbaar enkel de emissies weergegeven zijn van vennootschappen wier doel de distributie is en bijv. niet de emissie van geaffiliëerde vennootschappen, emissie waarvan de gelden uiteindelijk aan de distributie-onderneming toekomen. Zo is bijv. geen spoor te vinden van de 80 miljoen obligatie-emissie van FINIMO (1967), waarvan de opbrengst moest dienen voor de financiering van winkelpanden.

./.

- (2) We nemen hierbij aan dat de voor anderhalf miljard opgenomen lease-contracten in 1970 voorbeeld zijn van een plotse extra-geldbehoefte, te wijten aan 'groeikrampen'. M.a.w. dat deze lease-opname na verloop van tijd, bijv. na de boven vermelde expansie-rush, niet meer zo belangrijk zal zijn als tijdens dit jaar. Een juist oordeel over de omvang deze leasing-verplichtingen van 1970 wordt bemoeilijkt door het feit dat hier alleen de door middel van vastgoedcertificaten geherfinancierde leases, beschouwd worden. In vergelijking met de vorige jaren (1965: 111; 1966 en 1967: geen; 1969: 169,5; 1970: 1585,6 miljoen) is deze anderhalf miljoen nog merkwaardiger maar daarbij moet men rekening houden dat herfinanciering d.m. v. vastgoedcertificaten slechts in 1965, en dan nog door slechts één vennootschap, gestart werd. Op grond van deze gegevens zou als conclusie avengood kunnen aangenomen worden dat enkel de herfinanciering door vastgoedcertificaten in 1970 een doorbraak kende. Anderzijds ontbreken gegevens met betrekking tot de globale leasingverplichtingen van de distributie-bedrijven. Zelfs in de balansen en rekeningen die bij de emissie van vastgoedcertificaten voor financiering van bedrijfspandleasing aan een distributie-bedrijf, worden gepubliceerd, blijft elke vermelding van de vorige, eveneens op dezelfde wijze verkregen leases, laat staan de opname in het balanspassief van de geactualiseerde leaseverplichting, achterwege. Enkel in de emissieprospectus van de onroerende-leasingcertificaten (Kontich-Bouge - uitgegeven door Immolease-Trust, vast opgenomen door Kredietbank N.V.) wordt in de winst- en verliesrekening van 'Delhaize' een post 'canons of jaarlijkse erfpachten' opgenomen.

+ Tenslotte zij er op gewezen dat van de hier besproken leases tot april 1971, in het totaal 2335,3 miljoen, voor 1.376 miljoen door GB-Bedrijven, en voor 485,7 miljoen door Priba werden opgenomen, twee de laatste tijd snel expanderende ondernemingen.

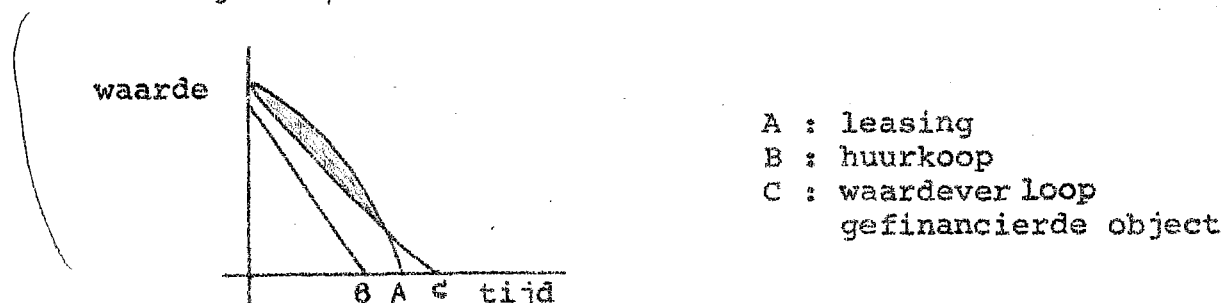
b. De leasing-gever

147. Van de leasing-gever wordt verwacht dat hij een gebouw laat oprichten, speciaal afgestemd op de behoeften van het leasingnemende bedrijf, een gebouw waarvan hij eigenaar zal worden (1) en dat hij vervolgens voor een vaste, lange termijn 'in huur' zal geven aan de leasing-nemer.

Voor het toestemmen tot en het uitwerken van deze operatie zal de leasing-gever een studie moeten maken van de investering: een studie van het project en de verantwoording ervan voor het leasingnemende bedrijf en de sector waarin dit laatste werkzaam is, hierbij rekening houdend met de toekomstige evolutie in deze sector. Deze studie van het project is belangrijk omdat het lease-krediet niet, zoals een hypothecaire lening of huurkoopkrediet, in beduidende mate beneden de economische waarde van het gefinancierde object zal liggen (2) zodat bij eventuele moeilijkheden van de kredietnemer het object zelf wel de kredietwaarde zal opbrengen (door verzilvering). Ook de soliditeit van de leasing-nemer moet onderzocht worden. Verder moeten het leasingcontract worden opgesteld en de 'huur' vergoeding (die niet alleen vergoeding voor 'huur' is) alsmede de optievoorwaarden vastgesteld.

(1) Als het gebouw wordt opgericht op gronden van de leasing-gever dan zal hij eigenaar worden door natrekking, wordt gebouwd op grond van de leasing-nemer dan zal de leasing-gever eerst een recht van opstal op die grond verwerven.

(2) Zie hierover D.W. VOORTHUYSEN, op. cit., p. 32, vanwaar het volgende voorbeeld.



Deze taak vergt een bijzondere ervaring op het gebied van de onroerende investeringen en een deskundigheid inzake kredietverlening. Wenselijk is dat de leasing-gever zelf ook nog van de evolutie in de bedrijfssector waartoe de leasing-nemer behoort op de hoogte is, zodat hij zich niet door anderen hoeft te laten voorlichten. Het bijeenbrengen van deze op verschillende gebieden liggende kennis en ervaring ligt vooral in het bereik van grotere financiële groepen. Het is dan ook in het kader van die groepen dat gespecialiseerde leasing-gevende ondernemingen te situeren zijn (1).

148. 1. Naast deze eigen kwaliteiten van de leasing-gever voor de beoordeling en uitvoering van projecten is voor de financiering van deze projecten, veel, op lange termijn te plaatsen kapitaal vereist. Haar beperkte eigen kapitaal zal voor de gespecialiseerde leasing-onderneming niet volstaan. Zij kan dan proberen leenkapitaal aan te trekken (obligaties). Een andere mogelijkheid is dat ze enkel ^{zal} optreden als lease-bezorger en de door haar ter studie genomen en uitgewerkte contracten 'plaatst' bij beleggers die wel over voldoende geld beschikken, bij pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen of vermogende particulieren. Deze splitsing van lease-bezorging en kapitaalverschaffing houdt voor alle betrokkenen belangrijke voordelen in.

(1) Dit geldt vooral voor de Europese situatie. In de Verenigde Staten zijn er ook belangrijke 'onafhankelijke' vastgoed-leasinggevers.

De kapitaalverschaffer beschikte wellicht niet over de nodige kennis en ervaring om de gevraagde vastgoedleasing met een 'gerust geweten' te beoordelen en uit te werken; daarvoor kan hij nu betrouwen op de gespecialiseerde onderneming. De lease-bezorger kan op deze wijze voldoende leases uitwerken om de hoge studiekosten (o.m. voor de specialisten-staff) over voldoende projecten te spreiden en een aantrekkelijke leasing-prijs aan te bieden. Met hem onderhandelen, die een "markt" heeft voor de te plaatsen leases, zal voor de kandidaat leasingnemer soepeler gaan dan onderhandelen met een geldschietter die enkel de eigen geldverschaffingsmogelijkheid voor ogen heeft. Bovendien beschikt de lease-bezorger, zoals reeds vermeld, over een bijzondere ervaring inzake onroerende investeringen, ervaring waarop de leasingnemer een beroep kan doen.

Ook kan de leasing-bezorger bij het 'plaatsen' van de lease-overeenkomst bepaalde risico's (bijv. bouwheer-aansprakelijkheid) zelf dragen (tegen vergoeding) zodat het contract dat 'doorgegeven' wordt aan de financier "clean" is, wat dan weer voor deze laatste een voordeel betekent.

Waar tot nu toe de term leasing-gever gebruikt werd duidde die niet op de persoon die bij het contract als tegenpartij van de leasing-nemer zou optreden maar wel op de functie van de "lessor". Ook lease-bezorging heeft geen eigen juridische betekenis. De lease-bezorger kan optreden als makelaar tussen leasing-gever en -nemer. Hij kan ook optreden als mandataris van de kredietverschaffer, die de juridische leasing-gever zal zijn, d.w.z. die de gebouwen in eigendom zal verwerven en de "huur" toestaan. Tenslotte kan de lease-bezorger zelf het leasing contract aangaan wanneer hij vooraf met de geldverschaffer, eigenaar van een onroerend goed, een overeenkomst afsloot die hem in staat stelt betreffende de gebouwen lange huurcontracten toe te staan.

148.2. Naast dit plaatsen van het leasing-contract bij één belegger is er nog een andere mogelijkheid om de operatie te financieren, nl. het per project inzamelen van 'klein' beleggerskapitaal. In de Verenigde Staten worden hiervoor twee formules aangewend (1). Een eerste formule is het inschakelen van een "dummy corporation". De aandelen van deze vennootschap worden aan het publiek aangeboden en met de opbrengst van deze verkoop zal het project gefinancierd worden. De vennootschap wordt eigenaar van het onroerend complex en staat de leasing toe. De leasingnemer zal met de jaarlijkse huurvergoeding ook een belangrijk deel van het kapitaal terugbetalen en wil hij op het einde van de vaste huurtermijn zijn aankoopoptie lichten dan verworft hij de aandelen van de "dummy" en daarmee ook de onrechtstreekse eigendom van het onroerend goed. De vennootschap is een echte 'immobilien AG' (2), die enkel dient om het onroerend goed te financieren, te "parkeren" en de eigendom ervan op een vlotte wijze, langs aandelenbezit, te laten wisselen. Het 'brein' van de hele operatie, de lease-bezorger, zal als beheerder (trustee) optreden. Hij zal de huur controleren, de vergoeding innen en deze aan de aandeelhouders uitkeren.

Een tweede, typisch Angelsaksische, formule is de volgende. De lease-bezorger treedt op als trustee-eigenaar van het onroerend goed, hijzelf sluit de lease-overeenkomst af en financiert de operatie door de emissie van certificaten. Ook hier kan de lease-nemer, door het aflossen van de certificaten, economisch eigenaar worden van het onroerend goed.

(1) S. ROLIN, p. 21-22.

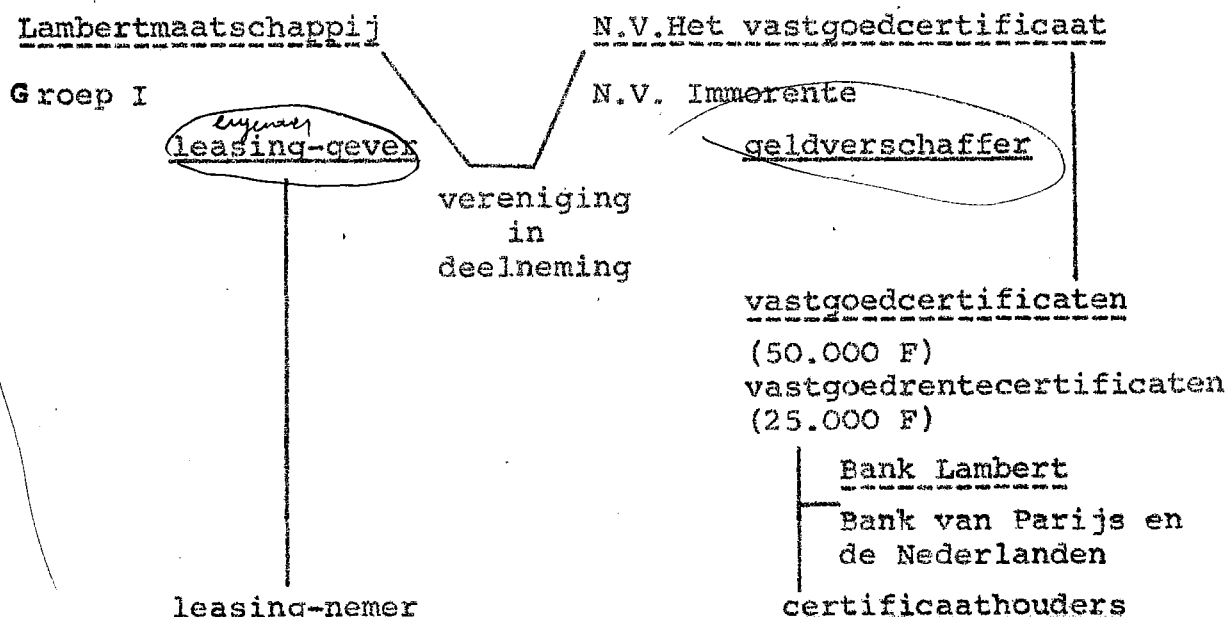
(2) E. TEITLER, Die Einmann-Immobilien-A.G., Zürich, 1969, p. 30 e.v.

Bij deze twee constructies heeft de leasing-onderneming een grote -economische- zelfstandigheid. Over de financieringsaspecten van de zaak onderhandelt ze niet met één enkele belangrijke geldverschaffer. Deze financieringswijze bepaalt zij zelf, daarbij wel rekening houdend met de beleggingswaardenmarkt, waarop de aandelen van de 'dummy corporation' of de trust-certificaten als aantrekkelijk genoeg moeten voorkomen. Economisch gezien kan men hier spreken van een herfinancieren van de door de lease-bezorger zelf toegestane vastgoedleasing. Beschouwt men de juridische verhoudingen dan kan zeker de trust-constructie ook als herfinanciering gezien worden, d.w.z. dat er tussen de beleggers-geldverschaffers en de leasing-nemer geen juridische band aanwijsbaar is. De trustee sluit de leasing-overeenkomst af met het leasingnemende bedrijf en anderzijds heeft ^{hij} een trustcontract met de beleggers.

Bij de dummy-formule is er nog een, overigens volkomen fictief, juridisch "doorstromen" door het feit dat de beleggers aandeelhouders worden van de vennootschap die de leasing toestaat, onrechtstreekse eigenaars van het lease-object.

149. Bij de herfinanciering van onroerende leasing door middel van vastgoedcertificaten treft men in België de volgende organisatievormen aan. We geven hier enkel schematisch de verhoudingen aan. In de volgende paragrafen komen we in 't bijzonder op de juridische formule uitvoerig terug.

149. 1. Vastgoedcertificaten en vastgoedrente-certificaten

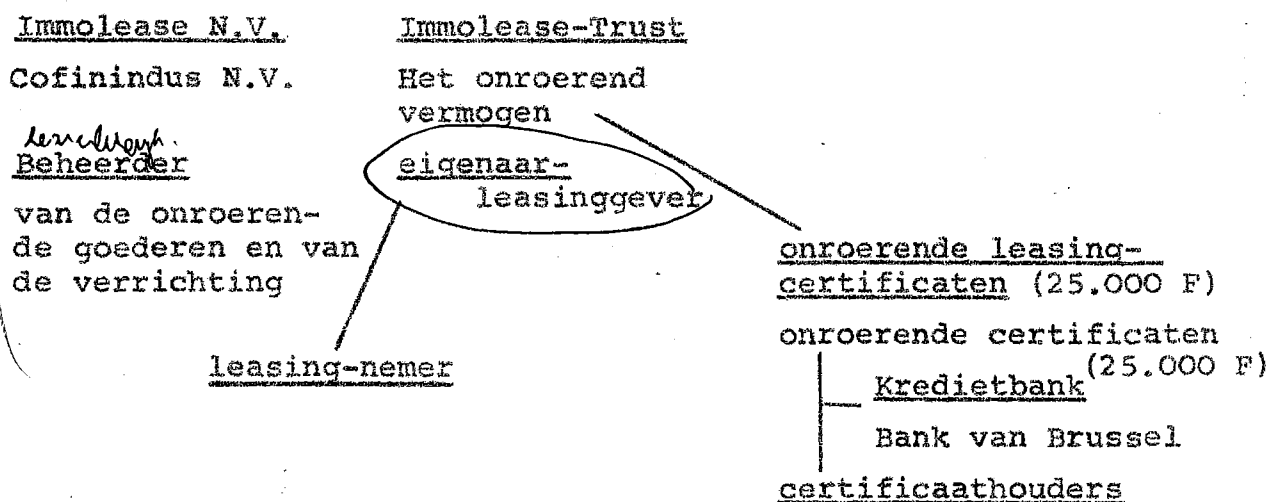


De lease-bezorger, een onderneming met bijzondere ervaring van vastgoed en krediet aan de industrie, treedt juridisch op als leasing-gever. Deze onderneming is eigenaar van het onroerend goed en staat de leasing toe. De nodige gelden worden aangetrokken door een speciaal daartoe opgerichte vennootschap die tot dezelfde 'groep' behoort. Hiertoe emitteert deze vennootschap schuldbewijzen (certificaten) die door de bank van de groep vast worden opgenomen en aan het publiek worden aangeboden. De bank organiseert tevens een "markt" voor de verhandeling van deze certificaten. Tussen geldverschaffer en leasing-gever wordt een contract van vereniging in deelneming gesloten dat het volgende inhoudt. De geldverschaffer zal de aangetrokken kapitalen, samen het bedrag van de onroerende investering dekkend, langs de vereniging om, ter beschikking stellen van de leasing-gever, die op zijn beurt de ontvangen lease-vergoedingen doorgeeft aan de eerste. Na afhouding van beheerscommissie en kosten worden deze vergoedingen door de tussengeschakelde emissievennootschap weer verdergegeven aan de certificaathouders. Van her-financiering van het leasing-project spreken we dus omdat een vennootschap waarover de uiteindelijke geldverschaffers geen zeggenschap hebben (1) de leasing toestaat en omdat inderdaad per project gefinancierd wordt. Alle certificaten hebben betrekking op één investering en de certificaathouders ontvangen uiteindelijk ook 'lease-vergoedingen', ze krijgen een variabele opbrengst bestaande uit de huurvergoeding (geïndexeerd) en het liquidatiesaldo, d.i. de prijs die de leasingnemer betaalt om op het einde van de vaste huurtermijn het onroerend complex in eigendom over te nemen of

(1) Deze non-inspraak vanwege de geldschietters is op dubbel vlak georganiseerd. In de emissievennootschap hebben ze geen zeggenschap daar zij geen aandeel- of obligatiehouders zijn. Anderzijds heeft de emissievennootschap geen controlebevoegdheid t.a.v. haar partner die de enige beheerder is van de vereniging in deelneming.

de prijs die het complex haalt bij verkoop, anders dan door het optielichten vanwege de leasingnemer. In deze optiek spreken we niet van herfinanciering van leasing projecten wanneer een leasing-gever verschillende projecten zou financieren door een regelmatig emitteren van vastrentende obligaties.

149. 2. Onroerende leasing-certificaten en onroerende certificaten



Het verschil met de vorige organisatievorm is dat de 'lease-bezorger' hier niet zelf als leasing-gever optreedt. De emissievennootschap die de kapitalen inzamelt is terzelfdertijd eigenaar van het onroerend goed. Wel heeft de lease-bezorger een ook juridisch comfortabele positie daar hij een beheersmandaat kreeg toevertrouwd waardoor hij de hele operatie "leidt".

149. 3. Niet door middel van vastgoedcertificaten herfinancierd maar daarmee vergelijkbaar zijn de volgende twee formules.

Immobilieninvesteringseenheid

Deze wordt samengesteld uit één aandeel (z.n.w. geëmitteerd aan 5.000 F, resp. 3.000 F voor de emissies 'Korbeek-Lo en 'Gosselies Turnhout') en één geïndexeerd schuldvorderingscertificaat (35.000 F - 21.000 F), beide geëmitteerd door een vennootschap (Lendit) die wat taak betreft vergelijkbaar is met de leasing-

niet
echt
vastgoed
certif.

gever in bovengenoemd voorbeeld (Immolease-Trust). Beheerders zijn Genfimo N.V. en Sygemo N.V. (deze laatste gespecialiseerd in immobiliere investeringen). Het verschil met bovengenoemde techniek ligt in het juridisch (beleggers zijn obligatie- en aandelhouders) en fiscaal statuut van de geldverschaffing der beleggers. Bankier is de Generale Bankmaatschappij.

149. 4. Tenslotte zijn er de Finimo obligaties. Finimo is een "dummy"-vennootschap, leasing-gever, die beheerst werd door Immolease (lease-bezorger) en Imodis, de vastgoedvennootschap van G.B. Supermarkten welke ^{laatste,} leasing-nemer is. Slechts een gedeelte van het project wordt door de obligatie-emissie gefinancierd. Het eigen kenmerk van deze operatie is dat aan de obligatiehouders terzelfdertijd tijdelijke winstbewijzen worden afgeleverd (met beperkt stemrecht) zodat de obligatiehouders, langs deze weg, een delen in de netto-winst, mee-genieten van de supplementaire inkomsten die de vennootschap, krachtens de indexatie van de "huur-vergoeding" realiseert. De kredietbank treedt op als trustee van de obligatiehouders. De prijs van een obligatie bedraagt 100.000 F.

TABELc. Opgenomen leases, geherfinancierd a.m.v. vastgoedcertificaten
Kronologisch volgens tijdstip van begin erfpacht

150. In genot treding certificaten	leasing-nemer	leasinggever	project	kost der investering	begin erfpacht
17/12/65	G.B. Bedrijven (G.B. d'Anvers)	Lambertmij (Compagnie d'Outremer)	-grootwarenhuis Roeselare	111.000.000	1/1/67
26/10/68	Inno-B.M. (Au Bon Marché)	Lambertmij.	-grootwarenhuis -supermarkt shopping-center Genk	133.000.000	14/5/68
26/12/68	Sarma	Lambertmij.	-supermarkten Genval Waterloo Genk	160.000.000	1/7/69
1/12/69	G.B. Bedrijven	Groep I	-supermarkten Hoboken Rocourt	70.000.000	1/4/70
30/1/69	G.B. Bedrijven	Immolease-Trust	-supermarkten Gent Grimbergen Belgrade	99.500.000	1/6/70
10/6/70	Delhaize De Leeuw	Lambertmij.	-supermarkten Palisolle Grimbergen Wondelgem	106.000.000	1/7/70
10/6/70	G.B. Bedrijven	Lambertmij.	-Superbazar Webbekom	102.000.000	1/8/70
15/3/70	G.B. Bedrijven	Lambertmij.	-Superbazar Sint-Kruis	135.000.000	1/9/70

In genot tre- ding certificaten	leasingnemer	leasinggever	project	kost der investering	begin erfpacht
10/11/70	Delhaize De Leeuw	Immolease-Trust	-supermarkten Ronse Melsbroek	75.000.000	1/9/70
30/6/70	G.B. Bedrijven	Groep I	-superbazar Maaseik -supermarkt Zinnik	160.500.000	1/11/70
20/10/70	Priba	Lambertmij.	-hypermarkt Borsbeek	140.000.000	1/1/71
26/6/70	G.B. Bedrijven	Onroerend Vermogen	-superbazars Fleron Hasselt	262.700.000	1/2/71
12/11/70	Priba	Lambertmij.	-Hypermarkt Drogenbos	168.500.000	1/6/71
30/10/70	G.B. Bedrijven	Onroerend Vermogen	-Superbazar Mechelen	132.925.000	1/9/71
19/4/71	Priba	Onroerend Vermogen	-hypermarkt Gent	177.200.000	1/2/72
21/5/71	G.B. Bedrijven	Immolease-Trust	-superbazar St. Eloois Vijve	130.000.000	1/5/72
1/3/71	Delhaize De Leeuw	Immolease- Trust	-supermarkten Kontich Bouge	66.000.000	1/12/71

In genot tre- ding certifi- caten	leasingnemer	leasinggever	project	kost der investerings	begin erfpacht
8/10/71	Delhaize De Leeuw	Immolease- Trust	-supermarkten Blankenberge Hoboken Braine l'Alleud	121.000.000	1/9/72
30/9/71	GB Bedrijven	GB Onroerend vermogen	-Superbazar St. Pieters Leeuw	207.600.000	1/11/72

Pro memorie: immobiliere investeringseenheden

25/3/70	G.B. Bedrijven	Lendit Korbeek- Lo	-superbazar Korbeek-Lo	128.000.000	1/3/71
13/11/70	G.B. Bedrijven	Lendit Gosselies Turnhout	-superbazars Gosselies Turnhout	175.000.000	1/8/70

Pro memorie: obligaties + winstbewijzen

12/12/67	G.B. Bedrijven	Finimo	-supermarkten Heverlee Halle	88.000.000	1/1/70 ?
				gedeelteijke kosprijs gefinancierd door obligaties. (80.000.000)	

d. De leasing-overeenkomst

151. Leasing strekt ertoe aan de leasing-nemer een speciaal op de behoeften van zijn bedrijf afgestemd pand 'ter beschikking te stellen' zonder dat hij hiervoor een eigen investering moet doen. Voor het gebruik van dit pand zal de leasing-nemer een vergoeding betalen, die vergelijkbaar is met een 'huurvergoeding'. De periode gedurende dewelke de leasing-nemer het gebouw mag betrekken is een lange periode, die overeenkomt ^(iets korter is dan) met de door de leasinggever geschatte economische leefduur van het gebouw en tijdens dewelke de door de leasing-nemer gestorte vergoedingen het de leasing-gever moeten mogelijk maken het belangrijkste deel van het door hem geïnvesteerde kapitaal, verhoogd met de intresten en de diverse kosten der operatie, weder samen te stellen.

Omwille van het feit dat de huur-vergoeding berekend is in functie van het volledig gebruiken van het gebouw gedurende de genoemde periode ^{en} daar voor het gebouw zelf, opgericht speciaal volgens de wensen van de leasing-nemer, waarschijnlijk geen andere huurder zou te vinden zijn, is de huur tijdens deze periode voor de leasing-nemer onopzegbaar. Deze laatste draagt het "moderniteitsrisico" (1). De 'huurder' draagt doorgaans ook alle herstellings- en onderhoudskosten aan het gebouw. Dit spruit voort uit het feit dat de 'verhuurder' geen eigenlijke eigenaar-verhuurder is maar een financier die de 'investering' mogelijk maakt en de vergoeding enkel in functie van deze 'investering' berekent.

(1) Dit is het eigen kenmerk van de huurfinanciering, in tegenstelling tot de operationele leasing (van roerende goederen) waar (finance lease) de niet speciaal voor de leasing-nemer gemaakte apparaten-huur steeds opzegbaar is. Het moderniteitsrisico, d.w.z. het risico dat de machines op korte termijn verouderd of voor het bedrijf niet meer dienstig kunnen zijn, is daar voor de leasing-gever.

Bij de door middel van vastgoedcertificaten geherfinancierde vastgoedleasing wendt men voor het ter beschikking stellen van het gebouw aan de leasing-nemer de erfpachtsconstructie aan. Naast dit 'kernstuk' regelt de leasing-overeenkomst nog de verhoudingen tussen de partijen vóór het in gebruik nemen van de onroerende goederen, d.w.z. tijdens het 'bouwen' of het verkrijgen door de leasinggever van het immobieliëncomplex en verder het beëindigen van de vaste huurtermijn, nl. aankoopoptie voor de leasing-nemer.

Voor de hierna volgende bespreking van de vastgoedleasingcontracten met distributie-ondernemingen werden de emissieprospectussen voor deze certificaten als informatie gebruikt (1).

1. De inleidende periode

152. Na een voorafgaandelijke studie van de financiële en immobiliere aspecten van de voorgestelde investeringsfinanciering wordt tot het afsluiten van de leasingovereenkomst overgegaan. Dan verbindt de leasing-nemer er zich toe om het gebouw dat zal opgericht worden vanaf een ^{vast} bepaalde dag in erfpacht te zullen nemen. In afwachting zal hij een vergoeding moeten betalen voor de reeds aangewende kapitalen. De leasinggever van zijn kant verbindt er zich toe de aangewezen gronden aan te kopen en er gebouwen te laten oprichten, volgens de plannen die bij de overeenkomst werden voorgelegd, en die kunnen geleverd worden door de leasing-nemer zelf of een geaffilieerde vennootschap, door een engineeringsbureau of een enkele architect.

(1) Wellicht geeft dit geen correct beeld van de leasingcontracten. Daar deze studie evenwel niet in de eerste plaats over leasing maar wel over vastgoedcertificaten handelt lijkt het ons aangewezen die informatiebronnen te gebruiken die ook de spaarder moeten toestaan zich een idee te vormen over de hem voorgestelde operatie.

Door de leasing-gever wordt daarna de nodige grond aangekocht waarop het verkoopcentrum zal gebouwd worden, gebouw waarvan hij eigenaar zal worden door natrekking (1). De bouwwerken zelf verlopen onder leiding van de leasingnemer (2). Doorgaans wordt ook op deze laatste de bouwheeraansprakelijkheid afgewenteld (3). Op de handelwijze van de leasing-nemer wordt bovendien toezicht uitgeoefend door de beheerder van de operatie (4): zonder toestemming van deze laatste mag geen enkel contract door de leasingnemer worden afgesloten. De beheerder heeft daarenboven ook zelf de bevoegdheid om alle nodige contracten voor het goede verloop van de operatie af te sluiten. Is hij niet de eigenaar van de grond maar mandataris van die eigenaar dan kan ook deze laatste de nodige overeenkomsten aangaan (5).

-
- (1) Waar tussen de eigenaar-leasing-gever en de emissievennootschap een vereniging in deelneming is opgericht, wordt in dit deelnemingscontract vermeld dat de grondeigenaar zowel door natrekking als in zijn hoedanigheid van beheerder van de vereniging, eigenaar wordt van het gebouw.
 - (2) Of het engineeringbureau dat de plannen leverder. In de prospectus van 'vastgoedcertificaten Genval Waterloo Genk' wordt gemeld dat dit krachtens mandaat van de eigenaar geschiedt. Inderdaad, bouwheer is de eigenaar. Moest de erfpacht aanvangen vóór het bouwen van het pand dan zou omtrent de vraag wie als bouwheer moet aangezien worden, wel een probleem kunnen rijzen. Soms verlopen de werken onder de directe leiding van de eigenaar (bijv. Immorente-certificaten: de werken verlopen onder leiding van Groep I).
 - (3) In de emissieprospectussen vindt men hieromtrent diverse formules. Zow ordt o.m. gesteld dat "de werken verlopen onder leiding van (... de leasing-nemende onderneming) en 'onder haar totale verantwoordelijkheid'". Elders meldt men dat de erfpachter zich ertoe verbonden heeft de aansprakelijkheid van de (... leasinggever) als bouwheer en eigenaar van de supermarkten te vrijwaren.
 - (4) Die ofwel zelf eigenaar is (Lambertmij., Groep I) ofwel mandataris is van de eigenaar (Cofinindus, Immolease).
 - (5) ./.

Daar de leasing-gever, economisch gezien, eerder eens anders investering financiert dan wel eigen gebouwen bekostigt moet het bedrag van de financiering op voorhand vast staan. De eventuele verhoging van de kostprijs der gebouwen valt dan ook ten laste van de leasing-nemer. Bij de leases van 'Het onroerend vermogen' is de kostprijs forfaitair bepaald. Hij kan, t.a.v. de leasing-gever, verhoogd noch verlaagd worden (1).

Bij de andere leases is de kostprijs "geraamd". Wat dit bedrag te boven gaat kan ofwel nog ten belope van een kleine marge (2) door de leasing-gever gefinancierd worden (Immolease-Trust, Lambertmij.) en voor het overige door de leasing-nemer worden gedragen, of komt integraal ten laste van de leasingnemer (Immorente) (3).

(5) ./.

Soms is hierbij wel vermeld dat beheerder of eigenaar bij het toezicht op de werken de goede gang van zaken bij die werkzaamheden niet mogen verstoren.

(1) Zie de Prospectus Onroerende Certificaten "Gent".

(2) Doorgaans twee à drie miljoen. Soms hoger (vastgoedcertificaten Genval, Waterloo, Genk: zes miljoen). Deze financiering draagt de leasing-gever zelf: er worden geen bijkomende certificaten aangemaakt. Welke gelden voor deze bijkomende financiering mogen gebruikt worden wordt verduidelijkt in de emissieprospectus.

(3) Slechts in de prospectus van Immolease-Trust vindt men een weergave van de eigendomsrechtelijke regeling m.b.t. deze gedeelten van het gebouw die de leasing-nemer zelf gefinancierd heeft. Hij kan zijn eigendomsrecht daarop slechts doen gelden voor zover ze van de rest van de constructie te scheiden zijn. Deze goederen zullen op het einde van de erfpacht-overeenkomst door de erfpachter slechts kunnen worden weggenomen voor zover hierdoor geen schade wordt berokkend aan de rest van het gebouw (Prospectus Kontich-Bouge). Eveneens vindt men bij Immolease-Trust een uitgewerkte regeling voor het geval de kostprijs beneden het geraamde bedrag ligt. Ook bij de vastgoedcertificaten is hieromtrent een evenwel minder expliciete bepaling opgenomen (art. 6, lid 3 van het contract van vereniging in deelneming in comb. met § 1 van de tekst van het vastgoedcertificaat).

2. De 'vaste "huurperiode"'. 2.1.

153. Men kan stellen dat leasing een vorm is van eigendoms-financiering wanneer men het eigendomsbegrip verstaat in zijn operationele betekenis, nl. een zaak, zolang men ze nodig heeft, te kunnen gebruiken als eigenaar. Onder dit dynamische begrip valt niet het recht om een zaak in waarde te doen verminderen en evenmin het recht op de verkoopwaarde van de zaak, de restwaarde (speculatie...) na gebruik. Op deze restwaarde heeft de leasingnemer geen recht en de waarde van de zaak, onderpand van zijn financier, mag hij niet verminderen, maar zolang hij het bedrijfsgebouw "least" moet hij het kunnen gebruiken, veranderingen kunnen aanbrengen, bij-bouwen, de bestemming ervan veranderen enz...

Anderzijds moet hij ook voor het volledige onderhoud ervan instaan. Belangrijk bij leasing is verder de termijn gedurende dewelke het gebouw in gebruik wordt genoemd. Dit is een lange, vaste termijn. De reden voor dit vaste, onopzegbare karakter werd reeds hierboven aangegeven. Slechts wanneer hij het gebouw voor een lange tijd in gebruik neemt kan de leasing-nemer genieten van de lagere jaarvergoeding -een meer gespreide financiering- dan bijv. bij huurkoop en slechts door het vast in gebruik nemen geniet hij van een speciaal 'op maat gemaakt' bedrijfspand.

De erfpachtsconstructie (1) die in de vastgoedleasingcontracten voor het juridisch organiseren van het ter beschikking stellen der bedrijfsgebouwen aan de leasing-nemer wordt aangewend biedt een goede vertaling van de bovengenoemde economische verhoudingen (2).

(1) Wet van 10 januari 1924, zie hierover F. LAURENT, Principes de droit civil français, T. VIII, nrs. 340-408; H. DE PAGE, Traité élémentaire de droit civil belge, T. IV, nrs. 697-718; Répertoire pratique du droit belge, V° Emphytéose. T. IV, p. 500-505.

(2) Zie hierover, I. VEROUGSTRAETE, Le leasing immobilier, Rev. Banque, 1970, 121-134, nrs. 4-12.

De erfpachter heeft van de onroerende goederen het volle genot (art. 1 W. 10 jan. 1824), hij oefent alle rechten uit verbonden aan het 'eigenaar zijn' maar mag niets doen dat de waarde vermindert en uiteindelijk is hij geen eigenaar: hij mag de onroerende goederen niet verkopen of hypothekeren (wel mag hij zijn erfpachtrecht verkopen en hypothekeren) (art. 3, resp. 6). Hij moet instaan voor de gewone herstellingen, voor alle belastingen betreffende het goed en verder moet hij aan de eigenaar een jaarlijkse vergoeding betalen. De eigenaar zelf heeft een "cleane" operatie verricht. Hij zal de vergoeding ontvangen en verder hoeft hij zich niet om zijn eigendom te bekommeren. Hij is tot geen enkele herstelling gehouden, hij zal zelf nooit moeten optreden tegenover derden om de erfpachter een rustig genot te verzekeren: de erfpachter heeft immers, in tegenstelling tot de huurder, een zakelijk recht op de onroerende goederen, een recht dat hij direct tegenover iedereen kan doen gelden (erfpachten moeten in het register van de hypotheekbewaarder worden overgeschreven). Belangrijkste element van de erfpacht - en ook de enige dwingende bepaling van de wet - is de duur van de erfpacht: ze mag niet voor niet langer verleend zijn dan 99 jaar (1), en niet korter dan 27 jaar.

In de leasingcontracten, die een vaste termijn van dertig jaar voor de erfpacht voorzien, worden ten laste van de erfpacht gelegd, alle belastingen, alle kosten van onderhoud, hetstelling, wijziging, verzekering en aansprakelijkheid (2). Lijdt het onroerend goed schade en is die schade gedekt door de verzekering - wat meestal wel het geval zal zijn (3) - zo heeft de eigenaar zich ertoe verbonden deze schade te laten herstellen, eventueel het gebouw terug op te bouwen. Is de schade veroorzaakt door

(1) "Er is geen stilzwijgende verlenging maar de erfpachter blijft zijn recht behouden tot herroeping vanwege de eigenaar" (art. 14).

(2) Behalve de aansprakelijkheid tegenover buien.

(3) Zie bijv. art. 9 van het contract van vereniging in deelneming Groep I - Immorente.

overmacht of een toevallig feit, niet in de verzekering voorzien, dan kan de eigenaar beslissen om ofwel het gebouw herop te richten of de schade te herstellen ofwel om aan de erfpachtovereenkomst een einde te stellen. De erfpachter heeft ^{verder} het recht om de erfpacht te cederen; ook in de leasingcontracten vindt men hierover bepalingen. Als hem dit recht niet wordt ontzegd (1) dan wordt het toch beperkt of wordt vanwege de eerste erfpachter geëist dat ook hij mede-verantwoordelijk blijft voor de nakoming van de verplichtingen van zijn cessionaris.

Een probleem dat in verband met de erfpachtsconstructie wordt opgeworpen is het gedurende 30 jaar onopzegbare karakter van de 'gebruikstermijn'. Dit zou strijdig zijn met de bepaling van art. 3, § 3 van de handelshuurwet (W. 30 april 1959, in het B.W. na art. 1712 bis) die het de handelaar mogelijk maakt de voor minimum 9 jaar aangegane handelshuur toch bij het verstrijken van elke 3-jaarlijkse periode op te zeggen (2).

Algemeen wordt echter aangenomen dat de handelshuurwet niet op andere dan huur-contracten toepassing vindt, o.m. niet op de erfpacht (3). Zolang het als erfpacht voorgestelde contract ook de essentiële elementen van deze constructie behoudt zal er dus geen reden zijn om aan de verhouding tussen partijen de qualificatie van 'huur' - 'verhuur' te geven. Nog afgezien van het feit dat het 'gebruiks'-contract bij vastgoedleasing o.i. aan de erfpachtsformule trouw blijft zou het als huur qualificeren van een contract dat erfpacht genoemd wordt en voor meer dan 27 jaar werd aangegaan, zelfs als de verdere inhoud ervan meer op huur-verhuur lijkt dan op de suppletieve regeling van de

(1) De geldigheid van het ontzeggen van cessierecht aan de erfpachter wordt door de rechtspraak erkend. Rép. Prat. Droit Belge, loc. cit., nr. 28.

(2) Deze regel is van dwingend recht. De huurder kan er op voorhand, bijv. bij het sluiten van het contract, geen afstand van doen, aldus Cass., 14 januari 1965, R.W., 1965-66, kol. 344. Andere opvatting A. PAUWELS, Huur van handelshuizen, in A.P.R., 1954, nr. 76, p. 44-45; Rb. Charleroi, 17 april 1963, 472. Rb. Brussel, 8 december 1960, J.T. 1962, p. 332.

(3) H. DE PAGE, op. cit., T. IV, nr. 781, Rép. Prat. Droit Belge, Complément I, V° Baux Commerciaux, 477-530, nr. 6; A. PAUWELS, op. cit., nr. 12.

wet van 10 januari 1824, moeilijk zijn. Buiten het principiële onderscheid tussen het zakelijk recht van de erfpachter en het obligatorisch recht van de huurder is er slechts één dwingende bepaling die de erfpacht van de huur onderscheidt, met name minimum- en maximumduur (1). Dit leidt ertoe dat de qualificatie door de partijen zelf van overwegend belang zal zijn.

3. De aankoopoptie.

154. Van bij de aanvang wordt door de leasing-gever aan de leasing-nemer een aankoopoptie verleend, d.w.z. de eerste doet een eenzijdige verkoopbelofte, met betrekking tot de gronden en de gebouwen, een optie die te lichten is bij het verstrijken van de erfpachtperiode (doorgaans tijdens het laatste jaar van de erfpachtperiode, in sommige contracten is de optie ook mogelijk na 20 of 25 jaar (Maaseik-Zinnik) of na 30 jaar (Waregem)) en tegen een prijs die bepaalbaar is op grond van de in het contract vermelde gegevens. De verkoopbelofte is eenzijdig en de prijs is niet op voorhand bepaald om te voorkomen dat de leasing-operatie als een huurkoop zou aanzien worden (2).

De optievoorwaarden staan in verhouding tot wat reeds tijdens de erfpachtperiode aan "terugbetaling" van het geïnvesteerde kapitaal werd verricht. Men kent drie formules. Een eerste mogelijkheid is dat de erfpachter de gronden en gebouwen kan overnemen voor hun expertidewaarde op het ogenblik van het verstrijken

(1) Over de verwarring tussen erfpacht en huur, in de franse taal nog duidelijker (bail emphytéotique - bail à loyer), zie LAURENT, op. cit., nr. 353 e.v.

(2) Zie daaromtrent L. VINCENT, P. DEHAN, La nature du contrat de leasing, onder Gent, 27 juni 1966, R.C.J.B. 229-244.

der erfpacht. In de contracten waar de jaarlijkse vergoeding uitdrukkelijk een deel terugbetaling omvat en op het einde van de erfpacht het in gebouwen geïnvesteerde kapitaal volledig afgelost is, wordt een tweede formule aangewend, hierin bestaande dat de erfpachter het immobiliëncomplex kan verkrijgen tegen betaling van de expertisewaarde van de grond.

Een derde mogelijkheid is tenslotte dat de prijs wordt samengesteld uit de expertisewaarde van de grond en een procentueel uitgedrukte restwaarde van de gebouwen i.c. 40 à 55 (1) procent van de geïndexeerde oorspronkelijke waarde van de gebouwen.

Wanneer de optie niet gelicht wordt dan zal het complex aan de meest biedende en - zoals soms bepaald - alleszins aan een op dat ogenblik normale marktprijs - verkocht worden. Zie infra.

In een paar leasing-overeenkomsten (o.m. vastgoedcertificaten voor Priba Borsbeek) wordt gestipuleerd dat de leasingnemer, benevens zijn optie ook een recht van verkoop geniet in geval van verkoop uit de hand, en dit zowel wanneer de eigenaar-leasing-gever het goed zou verkopen tijdens de duur van de erfpacht, als na het verlopen van de erfpacht en bij het niet-lichten van de optie. In dit laatste geval zou de erfpachter dus over twee aankoopkansen beschikken en met name wanneer de

(1) Soms ordt deze 40 à 55 % als minimum- en maximummarge aangegeven waarbinnen de getaxeerde waarde van de gebouwen zal gelden. Soms wordt ook van bij de aanvang van de leasing een vast percentage, bijv. 45 %, vooropgesteld.

getaxeerde waarde hem te belangrijk lijkt kan hij nalaten zijn optie te lichten en afwachten welke aanbiedingen er van derdenkopers komen, waarbij hij dan eventueel zijn recht van voorkoop zou kunnen uitoefenen. Waarschijnlijk zal dit echter geen overmatig belangrijk voordeel voor hem meebrengen daar er wel een met de leasing-gever geaffiliëerde vastgoedmaatschappij zal zijn die bij een speculatief 'maneuver' van de leasing-nemer de prijs kan omhoogtrekken en die overigens ook de mogelijkheid zou hebben om het pand tegen een "marktprijs" over te nemen en verder uit te baten. Soms wordt ook voorzien dat de onroerende goederen bij het niet-lichten der optie het voorwerp moeten uitmaken van een openbare verkoopsaanbieding, behalve indien de verkoop wordt toegestaan aan een met de leasing-gever geaffiliëerde vennootschap.

B. De juridische organisatie van de herfinanciering der leasing-operaties bij de "vastgoedcertificaten" en de "immorente-certificaten".

155. De leasing-operaties worden herfinancierd door middel van vastgoedcertificaten, schuldbewijzen aan toonder, die de houder ervan een variabele opbrengst laten genieten op zijn belegde kapitaal. Deze certificaten worden geëmitteerd door een speciaal daartoe opgerichte vennootschap, die ofwel ook zelf eigenaar van de onroerende goederen en leasing-gever is, ofwel met de eigenaar, leasing-gever een herfinancieringsovereenkomst sluit die als contract van vereniging in deelneming wordt aangemerkt. Deze twee types van leasing-herfinanciering werden reeds geschetst n.a.v. de beschrijving van de vastgoedleasing, met name waar sprake was van de verhouding lease-bezorger-financier (1).

(1) Nr. 7, 1 en 2.

a. Organisatie.

156. Tussen de "lease-bezorger", die hier als leasing-gever en eigenaar van de onroerende goederen optreedt en de geldaanbrenger, een speciaal daartoe opgerichte emissie-vennootschap die tot dezelfde groep als de lease-bezorger behoort (1), wordt per emissieproject ⁽²⁾ één contract van vereniging in deelneming

-
- (1) De lease-bezorger, leasing-gever is voor de Vastgoedcertificaten de holding van de 'groep Lambert', nl. de N.V. Lambert Maatschappij voor Nijverheid en Financiën, afgekort Lambertco; de emissievennootschap is de N.V. "Het vastgoedcertificaat - Le certificat foncier", een dochtermaatschappij (99.4 %) van N.V. Sogès, de beleggingsfonds-beheerder van de groep. De lease-bezorger voor de Immorente-certificaten is de N.V. "Groep I" (Groupe Immobilier Belge S.A.), de immobiliënparticipatiemaatschappij, o.m. behorend tot de groep van de Bank van Parijs en de Nederlanden; de emissievennootschap is de N.V. Immorente, waarin de Bank van Parijs voor 90 % deelneemt en de Groep I voor 6 % . Het certificatenpakket zal in beide gevallen vast opgenomen worden door de Bank van de groep die de certificaten bij het publiek brengt. Voor de vastgoedcertificaten is dit de Bank Lambert Comm. venn. en voor de Immorente-certificaten de Bank van Parijs en de Nederlanden België.
- (2) Zie de tabel in nr. 8. Een "emissieproject" of "herfinancieringsproject" kan één of meerdere leases tot voorwerp hebben.

30

gesloten (3), een handelsvennootschap zonder rechtspersoonlijkheid. Deze vereniging heeft als exclusief doel de financiering van het verwerven door de leasing-gever van de gronden en het daarop bouwen van de supermarkt(en) die het voorwerp van de leasing zullen uitmaken en verder, het beheren van deze onroerende goederen. De vennootschap wordt aangegaan voor de duur

- (3) Geregeld volgens de artt. 3, 5, 14 en 176-177 Venn.-Wet. Over dit vennootschapstype, zie P. DE PELSMAEKER, Des associations en participation et des syndicats financiers, 3ème éd. revis., 1934 en verder L. FREDERICQ, Traité de droit commercial belge, T.V., nr. 800; L. en S. FREDERICQ, Handboek van het Belgisch handelsrecht, II, nr. 1122; J. HAMEL en G. LAGARDE, Traité de droit commercial, I, nrs. 505-512; J. VAN RYN, Principes de droit commercial, I, nr. 445 e.v.; E.N. MARTINE, Les problèmes de qualification à propos des sociétés en participation, Rev. Trim. Droit Comm., 1959, 41-62. Het hanteren van de franse literatuur moet met de nodige omzichtigheid geschieden: de bepalingen van de artikelen 47 e.v. Code de Commerce (wet van 24 juni 1921 - decreet van 9 aug. 1953) opgeheven door het decreet nr. 67-237 van 23 maart 1967 en vervangen door de bepalingen 419 tot 422 van de wet nr. 66-537 van 24 juli 1966 - de Franse vennootschapshervorming weken in belangrijke mate af van de Belgische regeling.

In het Wetsontwerp tot wijziging van de wetgeving betreffende de handelsvennootschappen (stand: 1971) wordt de vereniging in deelneming, terecht vennootschap bij wijze van deelneming genoemd, geregeld in de artikelen 3 (art. 3 Venn.-W.), 4, 6 (art. 5 Venn.-W. maar met een eenvoudiger en betere tekstredactie), 21 (art. 14 Venn.-W., eveneens een duidelijker redactie), 391 (art. 176 Venn.-W.), 392 (art. 177 Venn.-W.) en art. 393.

Art. 4 trekt een duidelijke lijn voor de betwistingen die vroeger ontstonden i.v.m. de qualificatie van een samenoptreden van handelaars als V.O.F. (Cassatie-arresten van mei 1968). Het stelt dat iedere vennootschap die de uitoefening van een handelsbedrijf tot doel heeft als V.O.F. wordt aangemerkt zo de oprichters niet hun wil hebben te kennen gegeven een andere, bij art. 2 erkende, vennootschapsvorm aan te nemen of een vennootschap bij wijze van deelneming aan te gaan.

Art. 393 bevestigt de bestaande rechtsleer en rechtspraak waar het stelt: 'Tussen derden en de deelgenoot (in een vennootschap bij wijze van deelneming) die zich binnen de perken van de enkele deelneming gehouden heeft bestaat geen rechtstreekse vordering'. (al. 2).

Voor Duitsland (§ 335 e.v. Handelsgesetzbuch), zie SCHIEGEL-BERGER-GESSLER, Handelsgesetzbuch, II, (Berlijn, 1965), p. 1427-1490, en verder H. KLAUS, Die Gesellschaft des Bürgerlichen Rechts, Ludwigshafen, 1967, p. 164-165; A. HUECK, Gesellschaftsrecht, München, 1967, p. 98-105; K. PETER, Neuzeitliche Gesellschaftsverträge und Unternehmensformen, Berlijn, 1970, p. 167-189. Verdere verwijzingen naar de contracten van vereniging in deelneming worden afgekort "Lambertco" en "Groen I".

van de leasing-operatie (4). De emissievennootschap brengt de gelden in die voor de financiering van het doel der vereniging nodig zijn (5). De leasing-gever die met deze gelden de door hem verworven gronden en gebouwen bekostigt, doet inbreng van zijn recht om de inkomsten van de onroerende goederen en de opbrengst van hun tegeldemaking te ontvangen (6). Eveneens doet hij inbreng van zijn technische kennis en ervaring in de vastgoed-sector. De aan de vereniging ten goede komende opbrengsten worden dan zo verdeeld dat ze, na aftrek van kosten en lasten, bijna volledig (7) ten goede komen van de emissievennootschap (de verhouding is 97 % voor de emissievennootschap en 3 % voor de lease-bezorger bij Lambertco., 99 % - 1 % bij de Groep I), die ze dan - mits een kostenvergoeding van 1 % à 1,5 % op het doorgegevene - aan de certificaathouders zal doorgeven. Statutaire (8) en enige beheerder van de vennootschap is de lease-bezorger die de ruimste bevoegdheden geniet. Voor deze beheerstaak krijgt hij een vergoeding, berekend op de bruto-erfpachtvergoeding (2 % voor Lambertco., 1,5 % voor Groep I). De rekeningen van de vennootschap moeten nagezien worden door een bankrevisor.

af 2 bo
vermogen (10000000)

-
- (4) Bij Lambertco wordt daarvoor een termijn gesteld (art. 2); bij de Groep I (art. 2) wordt gesteld dat de vereniging zal ophouden te bestaan na de verkoop van de onroerende goederen, ^{dw.} na afloop van de vaste gebruikstermijn van het leasing-contract, waarbij dan te indicatieven titel een datum wordt vermeld. Vroegtijdige ontbinding is in beide gevallen voorzien (art. 10 Lambertco, art. 11 Groep I).
- (5) Deze kosten zijn zowel bij Lambertco als Groep I "geraamd". Bij Groep I wordt de inbreng van Immorente "onherroepelijk vastgesteld" op een bepaald bedrag (art. 6). Bij Lambertco wordt de inbreng van het vastgoedcertificaat eveneens in geld uitgedrukt maar is er een clause bijgevoegd dat de niet-gebruikte fondsen teruggegeven zullen worden (art. 5 en 6). Over de eventuele meer-kosten, zie nr. 10.1.
- (6) Aldus de formulering in art. 6 van het Lambertco-contract en art. 5 van het Groep-I-contract. Het zijn dus de geldvorderingsrechten uit de verpachting, de verkoop en uit alle rechten die de eigenaar in het raam van de exploitatie der onroerende goederen zou verkregen hebben.
- (7) Volledig zou al niet kunnen omwille van art. 1855 B.W.
- (8) Volgens art. 1856 B.W.

157. Per project, waarvoor een eigen vereniging in deelneming wordt opgericht, verschaft de geldaanbrengende vennootschap zich de nodige fondsen door een eveneens projectsgewijs georganiseerd beroep op het sparend publiek. In ruil voor het door hen ter beschikking gestelde geld ontvangen de spaarders dan een certificaat, een schuldvorderingsbewijs, aan toonder dat hen, tegenover de emissievennootschap een recht geeft op een aan hun certificaat evenredig deel van de netto-opbrengst der gefinancierde onroerende goederen, voor zover die netto-opbrengst krachtens het contract van vereniging in deelneming aan de emissievennootschap toekomt. Alle certificaten van één emissie hebben enkel betrekking op dezelfde onroerende goederen. Zij dragen dan ook een dit aanduidende eigen naam, bijv. "vastgoedcertificaat Genval-Waterloo-Genk", met als financieringsobject supermarkten in deze drie plaatsen. De emissie van certificaten wordt in de statuten van de emissievennootschap voorzien, bijv. zoals in artikel 3, al. 1 der statuten (1) van de N.V. Het Vastgoedcertificaat (eigen vertaling): "De vennootschap heeft tot doel deel te nemen in welbepaalde vastgoedoperaties en certificaten te emitteren die recht geven op een deel van de verdelingen en opbrengsten van deze operaties". Verder voorziet hetzelfde artikel dat de vennootschap alles mag doen wat nodig of bevorderend is voor de verwezenlijking van haar maatschappelijk doel.

(1) Bijlagen B.S., 16 juli 1965, nr. 24168.

emissie van (provisionele) aandelen

Tenslotte luidt een derde alinea "de vennootschap mag geen andere activiteit uitoefenen die van aard is om haar aan een financieel risico bloot te stellen, anders dan de lasten die inherent zijn aan de verwezenlijking van haar maatschappelijk doel". Deze laatste moet dan een waarborg betekenen voor de certificaathouders, een waarborg die des te meer nodig is daar het kapitaal van de emissievennootschap in verhouding tot de door haar, in het raam van de verenigingen in deelneming, opgenomen verplichtingen reeds vrij aanzienlijk is (1 miljoen).

Ook in het contract van vereniging in deelneming wordt het emitteren van de certificaten voorzien. Artikel 7 van het Lambertcontract stelt, onder de titel "Afstand van rechten": "De N.V. Het vastgoedcertificaat zal het recht hebben het geheel of een gedeelte van haar rechten af te staan, rechten op uitkeringen van alle aard, in hoofdsom en in opbrengsten, die uitgevoerd zullen worden door de vereniging. De aldus (...) afgestane rechten kunnen vastgesteld worden door "vastgoedcertificaten aan toonder". Verder gaat het "Niettegenstaande deze eventuele cessie zal alleen de N.V. Het Vastgoedcertificaat de hoedanigheid van deelgenoot bewaren met alle niet-afgestane verbintenissen die deze hoedanigheid impliceert" (1).

158. De tekst van het certificaat zelf luidt dan als volgt:

"Onderhavig certificaat verleent aan zijn houder het recht ten laste van de N.V. Het Vastgoedcertificaat, op de verdelingen uitgevoerd door de vereniging in deelneming, waarvan de statuten afgedrukt worden op de keerzijde en hierna de "Vereniging" genoemd, een deel van het provenu te ontvangen, in hoofdsom en in opbrengst, van het onroerend goed dienstig als supermarkt, op te richten te... ten behoeve van de N.V. (erfpachter)" (2). "Bedoeld deel is gelijk, per uitgegeven certificaat, aan het deel dat toekomt aan de N.V. Het Vastgoedcertificaat in deze verdelingen, zegge 97/100, gedeeld door het aantal uitgegeven certificaten".

(1) Bedoeld wordt: overdracht van rechten. Art. 7 van het Groep I-contract houdt gelijkluidende bepalingen in.

(2) Aldus § 1 van de tekst "vastgoedcertificaten", een gelijkaardige bepaling treft men aan in art. 1 van de tekst Immorente-certificaten

Analoog met de bepaling betreffende de "afstand van rechten" in het verenigingscontract wordt in de tekst van het vastgoedcertificaat nog het volgende opgenomen. "De houder van een vastgoedcertificaat is daardoor (door zijn rechten) niet een deelgenoot der vereniging. Hij heeft alleen een schuldvordering op de N.V. Het Vastgoedcertificaat ten belope, per certificaat in zijn bezit, van zijn deel bepaald in de vorige alinea's" (1). De rechten vertegenwoordigd door een certificaat gaan teniet door de verdeling onder de houders van hun deel in het provenu van de liquidatie der vereniging in deelneming. Normaal zal dit gebeuren bij de verkoop van de onroerende goederen, na de vaste huurtermijn van dertig jaar. Voortijdige inlevering van certificaten is niet mogelijk, wel kan de houder zijn schuldbewijs verkopen op een speciaal daartoe, bij de bank van de organiserende groep, "gemaakte" markt.

159. Deze bank komt tussen bij de emissie van de certificaten. Zij neemt alle bewijzen vast op (2), brengt ze bij het publiek en organiseert na de inschrijvingsperiode, een eigen 'markt' voor deze certificaten (3), d.w.z. centraliseert vraag en aanbod, daarbij desgevallend de koers ondersteunend dank zij het zelf in portefeuille houden van deze stukken. De bank stelt zich ook (borg) voor de stipte naleving van de verplichtingen der emissievennootschap, verplichtingen die uit het certificaat voortvloeien (4).

160. Bij deze juridische vormgeving van de herfinancieringsrelatie rijzen wel enige vragen. Vooreerst is er de qualificatie van de verhouding tussen leasing-gever en financier als vennootschap in deelneming, daarmee verbonden de relatie emissievennootschap en certificaathouders (5).

(1) Aldus § 3 Vastgoedcertificaat; gelijkaardig: art. 4 Immorente-certificaat.

(2) Over het begrip vaste opname, doorgaans in "Syndicaat" verband (ook al een vereniging in deelneming), zie L. FREDERICQ, Handboek II, nr. 122, p. 147. P. DE PELSMAEKER, op. cit., p. 70 e.v.

(3) § 7 van de tekst "Vastgoedcertificaat", art. 7 tekst "Immorente-certificaat".

(4) § 9 tekst "vastgoedcertificaat"; art. 9 tekst "Immorente-certificaat".

b. De vereniging in deelneming.

161. De vereniging in deelneming is volgens artikel 176 Vennootschapswet, die handelsvennootschap waarbij een of meerdere personen deelhebben in de zaken die een of meerdere anderen in hun eigen naam voeren. Ze is een vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid (art. 3 Venn.-W.). Tussen partijen bestaat ze meer als een delen in winst en verlies dan als een samenwerken (1), terwijl het naar buiten uit geldt alsof er geen vennootschap bestond. Naar buiten uit, tegenover derden, handelt alleen, en in zijn eigen naam, de zaakvoerder-vennoot zodat hij alleen door de derden als gerechtigde en gehoudene mag beschouwd worden. De deelnemende vennoot zal, precies omdat er geen vennootschap naar buiten geldt, door de derden niet als mede-verantwoordelijk worden gehouden, dit tenminste zolang hij zich houdt aan zijn rol als deelhebbende partner.

- (1) Relevant hiervoor is haar geschiedenis. Zie hiervoor P. DE PELSMAEKER, op. cit., p. 19-20. De vennootschap werd vroeger algemeen gedacht als een participeren in de zaken van anderen: de beslissingsmacht lag daarom bij de beheerders. Treffend voorbeeld hiervan is de Verenigde Oostindische Compagnie. Ook in de regeling van de maatschap in het Burgerlijk Wetboek treft men de samenwerkings-idee nog niet sterk aan: een samen-inbrengen met het doel winst en verlies te delen is voldoende. Weliswaar hanteert de rechtspraak het criterium van de samenwerking daar waar het bestaan van een vennootschap ter discussie staat, wanneer echter de vraag of een bepaalde overeenkomst, onafgezien van de eropvolgende feitelijke situatie ter sprake komt, is het samenwerkingscriterium minder relevant. Een voorbeeld hiervan vindt men in het arrest van de Hoge Raad a.d. 10 jan. 1968 (Zie hierover Vastgoedfondsen in Nederland, nr.) waar het onderscheid maatschap - participatiecontract, aan de orde was. In de rechtsleer onderscheidt men deze vormen van "samengaan" precies met behulp van het samen-werkings-criterium, wat t.a.v. feitelijke situaties ook voor de rechtbank goede resultaten oplevert. De Hoge Raad moet echter de "geschreven overeenkomst" toetsen aan de wet en kwam, doordat in B.W. voor de maatschap geen samenwerkingsvereiste te lezen valt, tot de vaststelling dat de overeenkomst als maatschap kon aangemerkt worden. Pas in de Vennootschapswet wordt het samen-werken der vennoten benadrukt met als gevolg dat de beslissingsmacht bij de algemene vergadering werd gelegd, wat inmiddels door de praktijk alweer is achterhaald: door allerlei stemberechtigingen poogt men het "leven van de vennootschap" weer te concentreren bij de beheerders. Wettelijke consacrerings hiervan vindt men in de Nederlandse Wet Structuur N.V.

162. 1. Om dit laatste verder te verduidelijken is het goed in 't kort terug te grijpen naar de algemene handelsrechtelijke regelen in verband met de verantwoordelijkheid tegenover derden. Ieder handelaar is tegenover derden gehouden voor zijn aangegane verplichtingen. Treden twee handelaars in een bepaalde overeenkomst samen op dan zijn ze, omwille van dit samen in eigen naam optreden, beiden solidair gehouden voor de bij die bepaalde overeenkomst aangegane commerciële verbintenissen. Ontstaat tussen twee handelaars een vennootschap, werken ze beide op een duurzame manier samen, dan zullen beiden voor alle overeenkomsten der vennootschap solidair gehouden zijn tegenvoor derden, met name zal ook de vennoot die in een bepaalde overeenkomst zelf niet optrad toch, en met inachtnaam van de regelen betreffende het beheer en vertegenwoordiging, gehouden zijn voor de uit deze overeenkomst voortvloeiende verplichtingen. De rechtspersoonstechniek vergroot dit effect nog. Bij de vereniging in deelneming is evenwel het bestaan van de vennootschap aan derden niet bekend: daarom kan de deelhebbende vennoot niet voor mede-verantwoordelijk genomen worden. Hij zal slechts solidair gehouden zijn wanneer hij, zich situerend in een van de voren bedoelde gevallen, in eigen naam samen met de "zaakvoerder" in een welbepaalde handelsovereenkomst optreedt, en dan alleen ten aanzien van de uit deze overeenkomst voortvloeiende verplichtingen, of wanneer hij door een duurzaam, en in eigen naam, samen-optreden met de "zaakvoerder", door in eigen naam tussen te komen in de "zaken der vennootschap" (die bij de Vereniging in deelneming de zaken van de optredende vennoot zijn) of door toe te laten dat de "zaakvoerder" de zaken drijft onder een firmanaam welke laatste mede zijn eigen naam inhoudt, aan derden te kennen geeft dat er tussen hem en de "zaakvoerder" een vennootschap bestaat (2). Deze vennootschap zal dan evenwel, omwille van het in eigen naam mede-werken van de "deelhebber" niet meer aan de bepaling van de vereniging in deelneming voldoen. Omdat ze meestal bekend wordt n.a.v. zodanig mede-werken in de vorm van een samen optreden, zal ze ook meestal voor een vennootschap onder Firma gehouden kunnen worden.

(2) Vergelijk hiermee de regeling van art. 23 Venn.-W. betreffende de Commanditaire Vennootschap bij wijze van eenvoudige geldschieting, een vennootschapstype (met rechtspersoonlijkheid) waarmee de vereniging in deelneming ten nauwste verbonden is. Ook bij de commanditaire vennootschap bij wijze van eenvoudige geldschieting is er een stille, deelhebbende vennoot die zich niet in het beheer mag mengen (art. 22). Art. 23 stelt als sanctie op dit verbod dat de stille vennoot hoofdelijk aansprakelijk is t.a.v. derden a) voor alle verbintenissen van de vennootschap waaraan hij in strijd met het hogergenoemde verbod zou deelgenomen hebben en b) voor alle vennootschapsverbintenissen aansprakelijk is, ook die waaraan hij niet deelnam, indien hij de zaken der vennootschap gewoonlijk heeft gevoerd of indien zijn naam in de firma voorkomt.

162. 2. Dit tegenover derden niet als vennootschap bestaan omdat de mede-vennoot - deelhebber niet mede optreedt, noemt men het "occulte karakter" van de vereniging in deelneming (1), haar meest essentiële kenmerk waarvan het niet-eerbiedigen voor gevolg heeft dat de vereniging ophoudt als dusdanig te bestaan. Dit niet-eerbiedigen van het "occulte" karakter ligt op het vlak van het "samen optreden" zoals boven omschreven; haar "occulte" karakter verliest de vennootschap daarom niet wanneer het feit van de deelname zou bekend geraken, ook niet wanneer beide partners uitdrukkelijk aan derden zouden zeggen dat er tussen hen een vereniging in deelneming bestaat (2). Niet-eerbiedigen betekent enkel

(2) ./.

Voor een vergelijking met de regeling van de commanditaire vennootschap bij wijze van eenvoudige geldschieting waar- schuwen HAMEL en LAGARDE, op. cit., n° 517, p. 627, daarbij stellend dat een verwijzing naar de algemene solidariteits- regeling correcter is. Dit komt omdat in Frankrijk de rege- ling van de aansprakelijkheid van de stille vennoot die toch mede-optreedt in de commanditaire vennootschap bij wijze van eenvoudige geldschieting gevoelig anders is dan deze algemene solidariteitsregeling en met name bijzonder verschilt van de redactie van het Belgische art. 23. Art. 28 "Code de Com- merce (art. 28 van de W. n° 66-537 van 24 juli 1966 herneemt praktisch dit artikel) stelt dat de stille vennoot aanspra- kelijk is "voor de verbintenissen van de vennootschap, voort- komend uit beheershandelingen die hijzelf stelde" en dat hij "volgens het aantal en de belangrijkheid van de aldus genoem- de beheershandelingen solidair aansprakelijk kan gesteld wor- den voor alle of enkele van de verbintenissen der vennootschap" Een heel andere, zwakkere, santie dan die van art. 23 Bel- gische Vennootschapswet!

(1) P. DE PELSMAEKER, op. cit., p. 46-52, inz. p. 50, L. FREDERICQ, Traité, T.V., nr. 800; L. en S. FREDERICQ, Handboek, T. II, nr. 1122.

(2) Gent, 13 februari 1909, Rev. Prat. Soc., 1909, n° 1966 ("Attendu qu'il n'importe que la formation et le fonctionne- ment de la société aient été portés à la connaissance de l'intimé").

HRB Antwerpen, 27 okt. 1926, Rev. Prat. Soc., 1927, n° 2821 ("Que vainement rien ne s'oppose à ce que les partici- pants soient connus").

Ook in Frankrijk houdt men deze criteria aan. Soms wordt ook het kenbaar maken van het bestaan der vennootschap als een

./.

(2) ./.

niet-eerbiedigen van haar oculte karakter aangevoeld. Aldus bij MARTINE, art. cit., p. 44: "La Doctrine et la Jurisprudence décident... que les tiers peuvent connaître son (association en participation) existence et le nom de ses membres à condition que les participants n'aient rien fait pour révéler la société et surtout qu'ils aient soigneusement évité de contracter en son nom".

Ook dit is terug te brengen tot een tekstdivergentie in de Franse wet t.a.v. de Belgische wet. Terwijl art. 176 Belgische Vennootschapswet duidelijk een samen-optreden of een optreden in eigen naam vanwege de participant als centraal verbod stelde luidde art. 44 Code de Commerce "Les associations en participation sont des sociétés dont l'existence ne se révèle pas aux tiers". Art. 419 in de wet n° 66-537 van 24 juli 1966, dat art. 44 Code de Commerce vervangt, luidt "La société en participation n'existe que dans les rapports entre associés et ne se révèle pas aux tiers"...

dat de "stille vennoot" in eigen naam zou tussenkomen in de zaken die de ander voert. Hem is dientengevolge wel toegelaten in naam van de zaakvoerder op te treden (1).

Een belangrijk gevolg van het niet naar buiten bestaan van een vennootschap is te vinden in de situatie-omschrijving van de deelhebber bij faillissement van de zaakvoerder (de vereniging kan als dusdanig niet faillietverklaard worden). Aangezien de deelhebber in zijn relatie tot de zaakvoerder vennoot en geen schuldeiser is kan hijzelf het faillissement niet vorderen, wordt de zaakvoerder evenwel failliet verklaard dan treedt de deelhebber, in het faillissement - tegenover derden - als schuldeiser op: hij neemt de zaken terug die hij ingebracht had en waarvan hij eigenaar was gebleken en voor de vorderingen krachtens de winst- en verlies verdeling treedt hij als concurrente - en niet als postconcurrente - schuldeiser op (2).

(1) Cass., 18 maart 1954, Rev. Prat. Soc., 1954, n° 4423.

(2) P. DE PELSMAEKER, op. cit., p. 259 e.v.

Dit moge niet leiden tot de vaststelling dat de deelhebber in zulke gevallen altijd bevoorrecht is t.a.v. vennoten in ander-soortige vennootschappen. Bovenstaande regel moet nl. gezien worden in het licht van het ontbreken van rechtspersoonlijkheid der vennootschap. Nemen we een voorbeeld. Een handelaar gaat met een deelhebber een participatie-overeenkomst aan en brengt één branche van zijn handel (bijv. de exploitatie van één zaak) in. De deelhebber brengt gelden in, waarvan de zaakvoerder eigenaar wordt. Gaat het slecht met de in de vereniging ingebrachte branche, dan zal de deelhebber geen winst ontvangen en eventueel zijn inzet verliezen, terwijl de opbrengst van de overige exploitaties aan de handelaar nog voldoende winst ^{kan} opbrengen, en hij niet failliet zal verklaard worden. Gaat het daarentegen slecht met de niet in de vereniging ingebrachte exploitatie en wordt de handelaar dientengevolge faillietverklaard dan zal de wellicht nog goed-drijvende exploitatie die in de vereniging werd ingebracht mede gehouden zijn voor de schulden van de andere exploitaties en zal de deelhebber met zijn schuldvorderingen concurreren met de overige schuldeisers. Hij zal zelfs zien dat bevoorrechte schuldeisers vooraf zullen nemen ten koste van de met zijn geld gedreven goed-renderende zaak.

Het apart-nemen, het afscheiden van de in de vereniging ingebrachte zaak uit het vermogen van de zaakvoerder heeft wel interne gevolgen maar kan bij gebreke aan rechtspersoonlijkheid tegenover derden geen gevolgen ressorteren.

163. Keren we nu terug naar de verhouding tussen de lease-promotors. Zijzelf kwalificeren hun verhouding als vennootschap. Dat het om een handelsvennootschap gaat is onbetwist; alhoewel het doel der vennootschap is één onroerend goed te financieren en te exploiteren wat op zichzelf nog geen handelsdaad is (art. 2, al. 8 W.v.K.), zijn beide contracterende partijen handelaar (i.c. is zelfs alleen het handelaar zijn van de zaakvoerder relevant) en is het oprichten

van de vereniging allerm minst vreemd aan hun handel (art. 2, al. II W.v.K.).

Het door partijen beoogde type van de vereniging in deelneming kan zeker in de interne verhoudingen als gerealiseerd worden beschouwd. Het beheer van de vennootschap is in de "statuten" onherroepelijk opgedragen aan de zaakvoerende vennoot. Ook zonder statutaire opdracht zou het beheer onherroepelijk aan deze vennoot moeten toekomen daar hij eigenaar is van de "zaak" der vennootschap (1). De beheerder die reeds vóór het bestaan van de vereniging in deelneming eigenaar werd van de gronden, wordt van de gebouwen die na het ontstaan van de vereniging op deze grond worden gebouwd eigenaar door natrekking en als beheerder van de vereniging in deelneming. Van de gelden die door de emissievennootschap werden ingebracht en waarmee de gebouwen gefinancierd werden, werd de beheerder eigenaar. Het gevolg is dat de zaakvoerder niet kan afgezet worden. Alleen de ontbinding der vereniging kan gevorderd worden wanneer omtrent de wijze van beheer ernstige meningsverschillen bestaan (2).

De omvang van de beheersopdracht wordt in het verenigingscontract uitvoerig, zij het te ex^{pl}atieven titel, omschreven: het gaat om de bevoegdheden van de zaakvoerder betreffende het onroerend goed. Hierin komt het fiduciaire karakter tot uitdrukking van de eigendom die de beheerder heeft aan de goederen van de vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid (3). Tegenover derden heeft de beheerder als eigenaar alle bevoegdheden m.b.t. de onroerende

(1) P. DE PELSMAEKER, op. cit., p. 150.

Met de zaak wordt hier bedoeld: het onroerend goed.

(2) P. DE PELSMAEKER, loc. cit.

(3) Niet veel anders is de positie van wie een onroerend goed "inbrengt" in een maatschap of handelsvennootschap zonder rechtspersoonlijkheid.

De maatschap is een rechtspersoonlijkheid!

goederen. Ten aanzien van de vennoten evenwel zal hij obligatoerisch gebonden zijn, zakenrechtelijk beschouwd, vrij uit te oefenen eigendomsrecht op een welbepaalde en geen andere wijze te beheren. Hij zal verantwoording en eventueel schadeloosstelling verschuldigd zijn.

De in het verenigingscontract opgesomde bevoegdheden hebben alle betrekking op het goede verloop en de afwikkeling van de vastgoed-leasing-operatie. Voor de goede uitvoering van de beheersopdracht is de zaakvoerder verantwoordelijk tegenover de deelhebber (1).

De door zijn fout te veel gemaakte kosten of kosten die met het normale beheer niets te maken hebben zullen niet mogen voorkomen op de winst- en verliesrekening van de vereniging, waarvan de "posten" in het contract zijn afgelijnd, een winst- en verliesrekening die de basis zal zijn voor het vaststellen van de door de deelhebber te ontvangen netto-provenu (2). Deze rekeningen zullen, zoals contractueel bepaald, gecontroleerd moeten worden door een bankrevisor, die omtrent de juistheid ervan advies zal uitbrengen.

Inmenging in het beheer vanwege de deelhebber is in de vereniging in deelneming uitgesloten daar dit bijv. een verzet tegen een beheershandeling, en partiële herroeping van het beheersmandaat zou betekenen.

De verdelingssleutel van winst en verlies van 97 % - 3% (Lambertco contract) of 99 % - 1% (Groep I-contract) kan als geldig worden beschouwd. Het gaat hier niet om verdoken leeuwe-aandeelvennootschap: de verdeling kan inderdaad als proportioneel aan de inbrengen worden beschouwd.

(1) Zie bijv. Groep I-contract, art. 4, lid 14 en 16.

(2) Zie art. 8 (samenstelling) en 9 (verlies en winst verdeling) voor het Lambertco-contract); art. 8 en 10 Groep I-contract.

164. 1. Ook tegenover de leasing-nemer, als derde, kan het beoogde type van vereniging in deelneming als gerealiseerd beschouwd worden. Met hem contracteert alleen de leasing-gever-eigenaar, zaakvoerende vennoot in de vereniging; het bestaan der vereniging en de aanwezigheid van een deelhebber, waarmee hij niet in betrekking komt, zijn zelf niet relevant voor zijn relatie met de zaakvoerder.

164. 2. Onderzoeken we nu de verhouding van de vereniging tegenover die andere derden, de certificaathouders. Zij staan in een verhouding tot de "deelhebber" die in eigen naam optreedt. In dit "in eigen naam optreden van de deelhebber" schuilt een eerste moeilijkheid: treedt hij in eigen naam op maar voor rekening van de vennootschap, m.b.t. goederen van de vennootschap, verricht hij m.a.w. een daad van beheer in de vereniging dan verbindt hij daardoor niet alleen zichzelf maar tevens de "zaakvoerende" vennoot. Immers, door in eigen naam m.b.t. het beheer der vereniging op te treden geeft hij aan (alléén) deze derden, waarnaar zijn optreden zich richt, te kennen dat er een vennootschap bestaat, naar buiten uit, ^{als} een vennootschap die dan een V.O.F. zou gelden tengevolge waarvan ook de deelgenoot - wanneer hij zulk optreden gedooft - solidair gehouden is. Uit de tekst van het vastgoedcertificaat mag blijken dat de emittent-deelhebber alleen zichzelf wilt verbinden, dat hij niet alleen in eigen naam maar ook voor eigen rekening optreedt. Hij heeft immers in de vereniging, als enige de verplichting om de nodige gelden voor de financiering aan te brengen, gelden die hij, ^{op zijn beurt,} door middel van een certificatenemissie zal aantrekken. Luidens het verenigingscontract en de tekst van het certificaat is hij het die zijn recht op inkomsten, die hij krachtens het verenigingscontract zal ontvangen, afstaat aan de certificaathouders. Men kan dus stellen

dat ook t.a.v. de certificaathouders de vereniging in deelneming 'occult' blijft.

Anderzijds is er een nauwe verbondeheid tussen de certificaathouders en het verenigingscontract. Van hun aankoop van een certificaat is het bestaan van de vereniging mede de oorzaak: het doel van die aankoop, ^{participeren} in de opbrengst van een onroerend goed, wordt precies in deze vereniging georganiseerd, zodat de inhoud van de vordering, waarover ze ten aanzien van de emittent beschikken, wordt bepaald door de werking van de vereniging.

In de tekst van de vastgoedcertificaten komt dit sterk naar voren. De omvang van het vorderingsrecht der certificaathouders wordt immers bepaald als "een recht op een deel van de netto-opbrengst van een onroerend goed, opbrengst die aan de emittent (debiteur) ten goede zal komen krachtens de verdelingen uitgevoerd door de vereniging in deelneming, waarvan de statuten op de keerzijde afgedrukt worden". Voor de omvang van dit recht wordt dus verwezen naar het verenigingscontract, waar bepaald wordt welk deel van de opbrengst de emittent zal ontvangen. De bepalingen in het verenigingscontract betreffende percentsgewijze verdeling van de opbrengst, de samenstelling van de winst en verliesrekening en de aanstelling van de revisor die deze rekening moet controleren regardereren dus rechtstreeks de verhouding tussen de certificaathouder en de emittent. De verdere bepalingen van genoemd contract zijn ten minste als interpretatiemateriaal voor deze laatste verhouding dienstig. Als gevolg van deze omvangbepaling van hun vordering hebben de certificaathouders het recht de winst- en verliesrekening van de vereniging te ontvangen. Ten slotte wordt de verbondeheid van de certificaathouders met het leven van de vereniging wellicht het sterkst uitgedrukt in de bepaling van het verenigingscontract dat een voortijdige liquidatie van de vereniging slechts kan geschieden wanneer zulks in het

belang van de certificaathouders zou zijn (art. 10 Lambertco-contract; art. 11 Groep I-contract).

Maar ook deze nauwe band heeft niet voor gevolg dat de vereniging tegenover de certificaathouders haar occult karakter, zoals dit boven werd beschreven, verliest. De overeenkomst tussen deelnemer en zaakvoerder blijft een overeenkomst van vereniging in deelneming, ook tegenover de certificaathouders. Haar bestaan en haar inhoud is aan deze laatsten tegenstelbaar.

c. De rechten van de certificaathouders.

165. Reeds boven werd gemeld dat de certificaathouder luidens de tekst van het certificaat in ruil voor zijn "inleg", een schuld-vordering krijgt ten belope van een aan zijn certificaat evenredig deel in het door de emittent als deelnemer in de vereniging te ontvangen netto-provenu van de onroerende goederen, waarvan de financiering en de exploitatie het doel van deze vereniging zijn. Verder heeft de certificaathouder het recht om de winst- en verliesrekening van de vereniging te ontvangen.

M.b.t. de aard van zijn schuldvordering vindt men verder nog twee bepalingen, een eerste in het contract van vereniging in deelneming waar het de deelnemer toegestaan wordt zijn recht m.b.t. de opbrengst "af te staan" en deze afgestane rechten te vertegenwoordigen in ('te laten vaststellen door'), certificaten aan toonder. Niettegenstaande deze cessie zal echter, aldus nog steeds het contract, de emittent alleen de hoedanigheid van partner in de vereniging bewaren, met alle niet afgestane rechten en verbintenissen die deze hoedanigheid impliceert. Deze laatste bepaling wordt hernomen in de tekst van het vastgoedcertificaat, de verbintenis van de emittent tegenover de certificaathouder, waar eveneens gesteld wordt dat de certificaathouder niet deelgenoot

wordt van de vereniging en door zijn certificaat alleen over een schuldvordering tegenover de laatstgenoemde beschikt. In het certificaat wordt evenwel van een cessie niet meer gesproken.

166. Alhoewel in het verenigingscontract sprake is van een cessie mag men aannemen dat de schuldvordering waarover de certificaathouder beschikt niet in rechte een door de emittent gedeelde vordering is waarover ^{hij} ten aanzien van zijn schuldenaar beschikt. Immers, de certificaathouders kunnen, luidens de tekst van hun certificaat, niets vorderen tegenover de zaakvoerder, schuldenaar van hun "cedent"; zij beschikken alleen tegenover de emittent over een vordering (1). Deze emittent heeft zijn schuldvordering uit het vennootschapscontract in de volle zin van het woord gecertificeerd. Hij verzekert dat hij over een vorderingsrecht van een bepaalde omvang beschikt, ten bewijze waarvan het vennootschapscontract op de keerzijde van het certificaat wordt afgedrukt, een vorderingsrecht dat in het belang van de certificaathouders zal uitoefenen en waarvan hij de pecuniaire waarde zal doorgeven aan deze certificaathouders, en dit krachtens de "overeenkomst" met deze laatsten. De rechtsbanden die op de twee niveau's van de certificering bestaan zijn evenwel niet dezelfde. Hoogstens kan men stellen dat het "voorwerp" van het vorderingsrecht, de geldsom, in beide gevallen hetzelfde kan zijn, zij het dat in de relatie emittent-certificaathouders deze geldsom gefractioneerd eisbaar is door evenzoveel certificaathouders die een certificaat bezitten. De overeenkomst waarin deze geldsom eisbaar wordt is evenwel een andere. In de relatie emittent-zaakvoerder is het de concrete vennootschapsovereenkomst zoals ze in de statuten is neergelegd.

(1) Dit wordt eveneens vastgesteld in het Jaarverslag van de Bankcommissie, 1965, p. 111, "Publieke uitgifte van vast-goedcertificaten".

(In de relatie emittent-certificaathouders is het deze andere, certificeringsovereenkomst. Zou men aannemen dat de verhouding na het creëren van toonderpapieren niet te vatten is in het traditionele overeenkomstenbegrip (1), dan is er in de relatie emittent-certificaathouders zelfs geen sprake van een contract maar van een verbintenis die volgt uit het papier zelf.

Zo de verplichting een geldsom te betalen dezelfde is, het gehouden zijn van de debiteur en de mede de aanspraak van de crediteuren bepalende modaliteiten van de verbintenis zijn in beide relaties verschillend (2).

De "tussenpersoon" bij het certificeringsgebeuren beschikt dan enerzijds over een eigen vordering die hijzelf uitoefent terwijl hij anderzijds de verbintenis heeft neergelegd in de certificaten om wat hem uit dit vorderingsrecht tegenover zijn eigen schuldenaar ten goede komt door te geven aan de houders der certificaten.

(1) VAN RYN, II, nr. 1312.

(2) Zonder dit verder te willen uitwerken, willen we in dit verband toch aanstippen hoezeer de dualistische ontleding van de verbintenis, door het scheiden van 'Schuld' en 'Haftung' ('devoir'-'engagement'; verplichting-gehouden zijn) in deze materie klaarheid zou kunnen brengen. Zie hieromtrent F.K. COMPARATO, Essai d'analyse dualiste de l'obligation en droit privé, Parijs, 1964, inz. p. 168 e.v. Verhelderend is m.n. het onderscheid, aan de actiefkant van de verbintenis, tussen de aanspraak waarover de schuldeiser beschikt en de rechten die hij heeft wanneer de debiteur deze aanspraak niet honoreert. In het verenigingscontract kan de crediteur zijn vennootschappelijke rechten doen gelden, en de vennootschap laten ontbinden. In de certificeringsrelatie, zoals bij vastgoedcertificaten opgezet, kan de certificaathouder de bank die de certificaten uitgaf, als borg aanspreken.

Dat men ten aanzien van deze nieuwe, autonome verbintenis toch van cessie spreekt is wellicht te verklaren door de visie die ten onzent met betrekking tot de certificering, tegen beter weten in, wordt aangehouden. De doorstroming - op economisch gebied - van de rechten die de tussenpersoon heeft, wordt ook op juridisch vlak gepoogd te realiseren. Zo spreekt men bij certificering van buitenlandse aandelen, het enige certificeringsprobleem dat tot nu toe aan de orde kwam, van een 'fiduciair beheer' vanwege de tussenpersoon (3), van een eigendomsrecht vanwege de certificaathouders op de gecertificeerde aandelen, een eigendomsrecht dat evenwel enkel tegenover de tussenpersoon zou tegengelbaar zijn (4). VAN RIJN die dit laatste poneert moet er echter aan toevoegen dat het eigendomsrecht i.c. van aandelen niet op autonome wijze bepaald kan worden door de overeenkomst tussen beide certificeringspartijen maar dat rekening moet gehouden worden met de wet van het land waar de vennootschap, wier aandelen gecertificeerd worden zodat althans wat Amerikaanse nominatieve aandelen betreft mag aangenomen worden dat er geen sprake kan zijn van eigendomsoverdracht door een certificeringsconstructie. Reeds in het hoofdstuk over Nederlandse fondsen werd aangetoond dat eigendomsoverdracht en cessie geen correcte juridische vertaling is van dit economisch doorstromen dat m.n. ook economisch gesproken de "tussenpersoon" zelfstandig en in eigen naam de "rechten" waarover hij beschikt wil uitoefenen en alleen de geldelijke waarde wil doorgeven.

(3) Jaarverslag Bankcommissie, 1953-1954, p. 63: Emissie van toondercertificaten ter vertegenwoordiging van buitenlandse effecten. Zie eveneens Jaarverslag 1952-1953, p. 88.

(4) VAN RIJN, II, nrs. 1335-1337.

167. Vastgesteld zijnde dat de vordering waarover de certificaathouder tegenover de emittent beschikt een andere vordering is dan deze van de emittent tegenover de eigenaar van het onroerend goed, rijst de vraag naar een eventuele verdere qualificatie van deze vordering, de verbintenis of overeenkomst waaruit ze voortspuit, meteen de vraag naar de qualificatie van de verhouding certificaathouder-emittent.

168.1. Tussen certificaathouder en emittent is er geen lening met participatie in de winst, die met de geleende zaak gemaakt wordt, aan te wijzen. We willen geen leningsfiguur aanhouden omdat juridisch gesproken de emittent tegenover de certificaathouder niet de verplichting heeft opgenomen het bedrag dat voor het certificaat werd betaald, het geleende bedrag m.a.w., terug te betalen. Dat door de concrete organisatie van de leasingoperatie de certificaathouder zijn geld, en hopelijk wel meer dan dat, zal terugkrijgen, is voor het recht niet relevant. In sommige gevallen bestaat er niet alleen geen juridische verplichting tot terugbetaling vanwege de emittent maar laat ook de economische organisatie van de verrichting geen automatisme zien waardoor die terugbetaling verzekerd zou worden. In andere, meer recente emissies wordt in de prospectus de jaarlijkse uitkering voorgesteld als ten dele bestaande uit terugbetaling van kapitaal en ten dele opbrengst op het nog uitstaande kapitaal. Dit betekent voor de certificaathouders enkel een verlichting van de fiscale druk op hun uitkering tijdens de "vaste huurperiode": op het gedeelte terugbetaling van kapitaal wordt immers geen belasting geheven (1). Ook al wordt in deze gevallen niet het gehele kapitaal terugbetaald bij de jaarlijkse vergoeding, dan is het toch meestal zo aanzienlijk (gewoonlijk de

(1) Dit geschiedt overigens zeer terecht. Daar bij de leasingoperaties alle opbrengst uitgekeerd wordt en geen afschrijvingen worden verricht wordt dus effectief een deel van het vermogen als opbrengst aan de certificaathouders uitgekeerd. Zie hierover Jaarverslag Bankcommissie, 1966, p. 162-163.

kosten van het gebouw) dat van een lening zou kunnen gesproken worden wanneer dit automatisme in de tekst van het certificaat of het contract van vereniging in deelneming zou opgenomen worden én wanneer ook de optievoorwaarden zo zouden vastgesteld zijn dat de overname- of verkoopprijs minimum de resterende waarde zouden bedragen (bijv. de waarde van de grond), zoals die was bij het begin van de operatie. De eerste voorwaarde, opname van het economisch automatisme, in de juridisch relevante contracttekst (tekst certificaat) is evenwel in geen van de hier besproken (tot mei 1971 gekende...) emissies gerealiseerd, de tweede voorwaarde is veelal economisch niet aanwezig en dientengevolge evenmin in de contracttekst opgenomen.

Van een participatiecontract kan evenmin sprake zijn. Participatie komt ten onzent meestal voor in andere contracten als daar zijn lening met participatie in de winst die (met de geleende zaak) gemaakt wordt (zie boven), arbeidsovereenkomst met deelname in de winst van de ondernemer, verkoop van handelszaak waarbij als deel van de koopprijs bedongen wordt een (gedurende bepaalde tijd) delen in de winst van de overgedragen handelszaak. Meestal gaat het dus om een bijkomende tegenprestatie voor een prestatie die door de andere partij in het raam van een andere overeenkomst werd geleverd. Waar de participatie albenstaand zou voorkomen daar zal het verschil met een vennootschapsovereenkomst zo klein zijn dat een duidelijke qualificatie niet mogelijk zal zijn. Participatie zou zich als type onderscheiden van de vennootschap door het niet gehouden zijn tot het verlies vanwege de 'participant' en het ontbreken van zeggenschap voor deze laatste. Maar bij het afgrenzen van het vennootschapstype werd het niet ontvangen van winst (wat in de participatie kan voorkomen) als voldoende beschouwd om van 'delen in het verlies' te kunnen spreken. Anderzijds is in de vennootschap, waar medevennoten

normaal ook mede-beslissen, mogelijk dit mede-beslissingsrecht tot niets te herleiden. Als men aanneemt dat in een participatie-overeenkomst niet gedeeld wordt in het verlies dan is de voorliggende verhouding tussen certificaathouders en emittent geen participatie-overeenkomst: de certificaathouders delen immers wel in het verlies, zij het ten belope van hun "inbreng". Niet alleen kan het ten gevolge van de ontbrekende verplichting tot terugbetaling van de 'inleg' theoretisch juridisch voorkomen dat zij bepaalde jaren geen opbrengst krijgen op hun certificaat maar bovendien is er geen juridische waarborg dat zij de prijs die ze voor de aankoop van het certificaat betaald hebben, na afloop van de operatie ook zullen terugkrijgen.

168.2. Zoëven werd aangeduid dat de certificaathouder, zoals in een vennootschap, deelt in het verlies dat eventueel door de emittent zou geleden worden in het raam van de vereniging in deelneming. Vennootschapsovereenkomst tussen de certificaathouder en de emittent is inderdaad een mogelijke qualificatie, een evidente qualificatie eigenlijk wanneer men de tweetrapsconstructie van de leasing-financiering beschouwt. De emittent stelt aan de juridische eigenaar van het onroerend goed geld ter beschikking waarmee de eigenaar 'zijn' onroerend goed bekostigt. De emittent ontvangt daarna opbrengst van het onroerend goed, deelt in de winst en verlies van deze bepaalde activiteit, onroerend-goed-leasing van één welbepaald goed, van de eigenaar. Tengevolge van de praktische organisatie van de leasing (verzekeringen enz...) zal het delen in het verlies slechts bestaan in een eventuele niet-opbrengst, hoogstens in het verlies van de gedane inbreng. Door de partijen zelf wordt deze relatie als vennootschap aangemerkt. De certificaathouder stelt op zijn beurt zijn geld ter beschikking van de emittent die daarmee zijn activiteit in bovengenoemde organisatie financiert. De certificaathouder deelt daarna in de winst en het verlies van die activiteit. Is hier dan ook geen

sprake van een vennootschap? Inbreng en delen in winst en verlies zijn in beide gevallen aanwezig. Samenwerking tussen de vennoten is in de verhouding emittent-zaakvoerder in zoverre afwezig dat de zaakvoerder enige en statutaire beheerder van de vereniging in deelneming is. Neemt men aan dat de relatie emittent-certificaathouders een vennootschapsrelatie is dan kan uit de voorhanden zijnde statutaire bepalingen (tekst van het certificaat en, aanvullend, tekst van het contract vereniging in deelneming tussen emittent en zaakvoerder) niet anders geconcludeerd worden dan dat ook hier de emittent enige en onafzetbare beheerder is. De vennootschap die tussen emittent en certificaathouder zou bestaan zou dan een "onder-vennootschap" zijn: haar doel is langs één der vennoten om en niet als vennootschap deelnemen aan de activiteit van een andere vennootschap (1). Wanneer deze andere vennootschap ophoudt te bestaan houdt ook de ondervennootschapsrelatie op.

Deze onder-vennootschap vervult hier drie functies. In de eerste plaats wordt het lidmaatschap in de hoofdvennootschap behouden bij de ene partner waarmee de zaakvoerder wel wil samengaan, een lidmaatschap dat krachtens de statuten onoverdraagbaar werd gemaakt. Verder blijft de aan het lidmaatschap verbonden zeggingsmacht - voor zover deze nog praktisch aanwezig is - bij de partner in de hoofdvennootschap.

-
- (1) Onder-maatschap komt vooral voor ter oplossing van moeilijkheden i.v.m. de onoverdraagbaarheid van aandelen in personenvennootschappen. De vennoot die zijn aandeel niet kan overdragen voegt zich een onder-maat toe, die de prijs van een overdracht betaalt (intern: het aandeel "koopt"), de opbrengst zal genieten en eventueel de ander zal directieven geven m.b. t. de stemming met het aandeel. Onder-maatschap kan verder voorkomen ter conversie van nietige overdrachten van aandelen in personenvennootschappen. Zie over dit soort vennootschap, in het Duits recht evenwel, H.W. STECKHAN, Die Innengesellschaft, Berlijn, 1966.

Ten (twee), wordt het belangrijke aandeel van de ene partner, de emittent, gefractioneerd in evenzoveel onder-aandelen als er certificaathouders zijn waarmee een "onder-maatschaps"overeenkomst werd afgesloten. Ten (derde), worden deze onderaandelen vrij overdraagbaar gemaakt: de vennootschappelijke vordering tot delen in de activiteit van de "beheerder" der ondermaatschap, die zal participeren in de hoofdvennootschap, wordt in toonderpapier geïncorporeerd. Deze onder-vennootschap zou dan, blijkens haar opzet, nl. langs één der partners participeren in een vennootschap en de andere partner laten delen in de opbrengst van deze activiteit, een vereniging in deelneming zijn. Dat de aandelen ervan in toonderpapieren geïncorporeerd zijn is geen bezwaar: eender welke verbintenis kan in toonderpapier geïncorporeerd worden (waardoor ze dan een handelsverbintenis wordt - art. 2 W.v.K., voorlaatste alinea). Dat lidmaatschapsrechten samen met het toonderpapier overdraagbaar zijn is evenmin een bezwaar: met toestemming van alle partijen kan een vennoot in een personenvennootschap als de vereniging in deelneming een ander, zijn plaats laten innemen: door het creëren van toonderpapier geeft de zaakvoerder hier uitdrukking van zijn instemming met de vrije overdraagbaarheid van lidmaatschapsrechten.

Daar het doel van de onder-vennootschap erin zou bestaan dat de emittent de certificaathouders laat participeren in zijn activiteit als vennoot in de relatie met de juridische eigenaar van de gebouwen, zal men ook in de verhouding emittent-certificaathouders van een vereniging in deelneming moeten spreken. Zij is noodgedwongen "occult" in de zin van de wet daar krachtens het vennootschapscontract tussen emittent en gebouwen-eigenaar slechts de emittent de hoedanigheid van vennoot kan hebben. Hij alleen en niet de certificaathouder kan het doel van de onder-vennootschap realiseren.

Inspraak van de certificaathouders in het beleid van deze onder-
maatschap lijkt uitgesloten te zijn, en zou overigens weinig prak-
 tisch nut hebben daar de inspraak van de emittent zelf in de
 hoofdennootschap onbestaande is. De certificaathouder heeft het
 recht de rekeningen in te zien van de onder-vennootschap, reke-
 ningen die rechtstreeks volgen uit die der hoofdennootschap.
 Daar dit (informatierecht) betreffende de rekeningen een indivi-
 dueel recht is van de certificaathouder, in vennootschapsver-
 band te zien als een uiterst gereduceerd controlerecht, en er
 voor het overige geen - zelfs geen minimale - collectieve be-
 voegdheden van de certificaathouders aanwezig zijn lijkt het ons
 redelijk niet te opteren voor een vennootschapsverband tussen de
emittent enerzijds en alle certificaathouders samen, anderzijds.
 Over de relevantie van de vordering als vennootschappelijke vor-
 dering tot delen in de winst (bij elke vereniging in deelne-
 ming tussen emittent en participant) tegenover vorderingen uit
 andere overeenkomsten zij nu reeds het volgende aangemerkt.
 Neemt men het bestaan van een vennootschap aan op grond van de
 aanwezige elementen inbreng en delen in winst en verlies dan is ook
 wat voor het overige in deze concrete verhouding aan vennoot-
 schapsrelatie overschiet enkel de vordering tot deelhebben in de
 opbrengst en het liquidatiesaldo, daaraan gekoppeld het feit
 dat de inbreng het maatschappelijk risico ondergaat. Het verschil
 met een niet-vennootschappelijke vordering tot delen in de winst,
 is op het meest relevante punt, nl. de vraag wat er met de vor-
 dering gebeurt bij faillissement van de schuldenaar, onbelang-
 rijk geworden door het feit dat men de onder-vennootschap als een
 vereniging in deelneming beschouwt. De vordering waarover de deel-
 genoot in het faillissement van de beherende vennoot beschikt is
 een gewone vordering, zij concurreert met de vorderingen van an-
 dere schuldeisers. De deelgenoot is geen post-concurrente schuld-
 eiser (zie boven).

1
 27.12.55
 emittent
 cipaar

168. 3. Naast de mogelijkheid om de inbreng van de certificaathouder te situeren in een vennootschapsrelatie tussen de emitterende vennootschap enerzijds en de certificaathouder anderzijds zou ook kunnen overwogen worden deze inbreng te situeren in de organisatie van de emitterende vennootschap zelf. Men zou dat als volgt kunnen zien. Om haar maatschappelijk doel te realiseren trekt deze vennootschap gelden aan, die, aangezien er geen juridisch gewaarborgde terugbetaling van deze gelden voorhanden is, niet kunnen vergeleken worden met de opbrengst van een obligatielening. Deze gelden zijn onderworpen aan het maatschappelijk risico. De enige vennootschapstitels waarmee de thans besproken certificaten kunnen vergeleken worden zijn winstbewijzen met liquidatie-bonus. Twee elementen in de besproken organisatievorm zouden een vergelijking met winstbewijzen toelaten. Zoals deze laatste worden de certificaten, qua geldelijke vertegenwoordiging, niet in het maatschappelijk kapitaal opgenomen en zoals het bij winstbewijzen mogelijk is, is aan de certificaathouders geen stemrecht in de statuten verleend.

Formeel zijn er echter ook bezwaren tegen deze voorstelling. De certificaathouders hebben immers niet het recht om te vergaderen en te beslissen wanneer hun eigen rechten worden gewijzigd, hier bijv. bij een vroegtijdige liquidatie van de leasing, een recht dat toch aan de houders van winstbewijzen door artikel 71 Vennootschapswet verleend wordt. Bij winstbewijzen wordt het jaarlijkse dividend door de algemene vergadering van aandeelhouders (waar zij eventueel niet toegelaten zijn) vastgesteld: dit lijkt echter bij de certificaten niet het geval te zijn en alleszins strijdig met het in het contract van vereniging in deelneming tussen emitterende vennootschap en onroerend-goed-eigenaar vastgestelde automatisme der doorgifte van de opbrengst. Winstbewijzen delen in de winst die de vennootschap maakt: dit impliceert dat de emissievennootschap de winst die ze uit de zoëven

genoemde vereniging in deelneming ontvangt als "haar" winst beschouwt en er belasting op betaalt. Dit lijkt niet te gebeuren. De emissievennootschap voelt en gedraagt zich fiscaal eerder als "trustee" van de certificaathouders. Zij beschouwt als haar winst enkel de beheersvergoeding die ze op de "doorgegeven" opbrengst afhoudt. Tenslotte lijkt de vergelijking met winstbewijzen spaak te lopen wanneer men het geheel van de certificaten-emissies bekijkt. Een enkele vennootschap zou verschillende reeksen winstbewijzen uitgeven die per reeks uitsluitend betrekking hebben op de opbrengst van één welbepaalde operatie binnen de activiteit van de vennootschap en de liquidatiebonussen zouden niet betrekking hebben op de liquidatie van de vennootschap zelf maar op het afwickelen van één activiteit, zoals daarnet beschreven.

Niet alleen formeel zijn er bezwaren tegen deze enge verbondenheid tussen certificaathouders en emitterende vennootschap. Met het opzet van de certificeringsfiguur lijkt dit evenmin te verzoenen. De emissievennootschap beschouwt zichzelf niet als de winstmakende vennootschap maar vindt haar taak in het "laten genieten" van de certificaathouders van de opbrengst die door de zaakvoerder wordt gerealiseerd. Deze optiek vindt men o.a. terug in het verenigingscontract van Groep I en Immorente waar betreffende de verdeling van de winst der vereniging gesteld wordt "... 99 % aan Immorente ten gunste van de houders der door haar uitgegeven certificaten" (art. 10). Certificaten worden niet aangemaakt om het doel der vennootschap te realiseren: de statuten der emissievennootschap stellen als doel het verrichten van leasing en (als doel) de emissie van certificaten die opbrengst daarvan genieten. De vennootschap is een doorgeef-punt in de organisatie: zij certificeert en geeft opbrengst door aan anderen, die niet de "dragers" van deze vennootschap zijn.

168. 4. Certificeren duidt niet op een in de wet gekende verhouding. Zoals reeds gesteld betekent deze techniek in de ruimste zin dat iemand verzekert gerechtigd te zijn tot een voordering of een zaak en hij dit recht zo zal uitoefenen dat de

(pecuniaire) waarde ervan ten goede komt aan een ander, de certificaathouder. Dit komt in tal van gekende verhoudingen voor (zie hierover het hoofdstuk over de Nederlandse vastgoedfondsen). Wanneer men evenwel, de zaak omkerend, deze rechtsverhoudingen wil aanvoeren ter qualificatie van een bepaalde certificeringsfiguur dan moet men omzichtig te werk gaan.

Sommige van deze verhoudingen kunnen reeds om formele redenen geweerd worden, zo bij voorbeeld de verhouding houder van winstbewijs met liquidatiebonus tegenover de emitterende vennootschap en zulks m.b.t. de thans besproken certificaten. Van andere verhoudingen die formeel wel zouden passen, is de aan de wettelijke regeling tot grondslag dienende economische relatie zo verschillend van een bepaalde certificeringsrelatie dat het toch aanwenden van deze juridische constructie onaanvaardbaar zou zijn en moeilijkheden zou opleveren wanneer, ter jurisprudentiële aanvulling van deze constructie, een beroep op de "economie" ervan zou moeten gedaan worden. Een formeel nog nipt houdbare maar qua opzet minder aangepaste constructie is in dit geval bijv. de vennootschapsverhouding tussen emittent enerzijds en alle certificaathouders samen anderzijds.

Ook de figuur van de vennootschap tussen emittent en ieder certificaathouder apart lijkt wat overtrokken, wanneer ze aangewend wordt hoofdzakelijk omwille van een delen in het verlies vanwege de certificaathouder, terwijl dit delen in het verlies weliswaar juridisch mogelijk is, maar, soms door een economisch automatisme, soms door andere elementen, praktisch niet ^{zal} voorkomen. Bovendien plaatst men de relatie certificaathouder-emittent op de uiterste grens van het "vennootschapstype". We hebben aanvaard dat het zou gaan om een vereniging in deelneming tussen emittent en certificaathouder, een vennootschapsvorm die op zichzelf al een verarmde formule is tegenover de andere, op samenwerking tussen vennoten en op eenheid van organisatie-rechtspersoonlijkheid-, gestoelde vennootschappen (1). En als vereniging in deelneming is de bedoelde relatie nog gereduceerd qua medezeggenschap.

(1) Zie op p. 154.

Er blijft alleen over een vordering tot delen in de winst en een gehouden zijn tot het verlies, daaraan verbonden een gereduceerd controlerecht. De voorgestelde vennootschapsvorm verklaart deze vordering wel maar dit verklaren levert geen relevante gevolgen op ten aanzien van deze besproken certificering (zie boven).

168. 5. Men zou ^{het bij} deze vordering alléén kunnen houden, zoals de promotors van de operatie het in de prospectussen verklaren. De certificaaathouder sluit met de emittent een certificeringsovereenkomst krachtens dewelke de emittent verzekert dat hij - uit zijn relatie met de zaakvoerder - een eigen recht heeft op bijna de gehele netto-opbrengst van de leasing-verrichting betreffende het onroerend goed en dat hij een deel van deze opbrengst zal doorgeven aan de certificaaathouder. De certificaaathouder ontvangt krachtens deze overeenkomst, door het kopen van een certificaat, een vorderingsrecht op de emittent, vorderingsrecht op een welbepaald deel van de genoemde opbrengst, een bedrag dat elk jaar bepaald wordt door de rekeningen-afsluiting in de vereniging in deelneming tussen zaakvoerder en emittent. Het recht van de certificaaathouder om deze rekeningen te ontvangen is dan geen gereduceerd vennootschappelijk beheerscontrolerecht maar een in de certificeringsovereenkomst opgenomen recht tot controle betreffende de vaststelling van de omvang van zijn vorderingsrecht.

(1) zie p. 63

Men kan het ook zien alsof de vereniging in deelneming een overblijfsel is van de vóór de Franse "codificatie" bestaande vennootschapsvorm waarbij de macht bij de beheerder lag en de vennoten deelhebbers ('participanten' genoemd in de Verenigde Oost-Indische Compagnie) waren i.p.v. "gelijken" die samenwerken.

Wat in de hypothese van een vennootschapsovereenkomst tussen emittent en certificaathouder als "inbreng" werd beschouwd zou dan hier zijn de geldelijke tegenprestatie voor het bekomen van dit vorderingsrecht, de koopprijs van het waardepapier. Terwijl het verlies van de "inbreng" in het eerste geval gezien werd als een ten belope van de inbreng gehouden zijn tot de schulden van de vennootschap betekent dit in het tweede geval dat het vorderingsrecht, tot bekomen waarvan een prijs werd betaald, op een bepaald ogenblik geen geldelijke waarde meer zou kunnen hebben, een risico dat men "in de koop genomen heeft" maar waarvan de certificaathouder hoopt dat het door verzekeringen e.d., door praktische organisatie, vermeden zal worden. De emittent belooft verder zijn eigen recht in het belang van de certificaathouders, en niet in zijn eigen belang, uit te oefenen. Hij moet zich daarbij houden aan de voorstelling van zijn eigen recht, zoals dit het voorwerp van de overeenkomst uitmaakte, met name mag hij zijn rechten in de vereniging in deelneming niet verminderen. Wanneer bij voorbeeld van bij het begin der operatie vastgesteld is dat alle opbrengst der vereniging jaarlijks verdeeld zal worden dan mag de emittent nadien niet meer toestemmen in een statutenwijziging die zou voorzien in een herinvestering van een gedeelte van deze opbrengst.

De verbintenis van de emittent is, krachtens de overeenkomst, vastgesteld in een toonderpapier. Dit heeft enerzijds voor gevolg dat haar inhoud enkel uit de tekst van het certificaat volgt en verder dat de certificaathouders door het overhandigen van hun stuk hun vordering op de emittent kunnen cederen. Voor niet-nakoming van zijn verplichtingen is de emittent contractueel aansprakelijk.

168.6. Nu de keuze voor verdere qualificatie van de verhouding emittent-certificaathouders beperkt is tot ofwel een vennootschapscontract ofwel een certificeringsrelatie, bestaande uit het verlenen en verkrijgen van een vorderingsrecht ten laste

van de emittent, willen we opteren voor de certificeringsrelatie. Aangezien de concrete gevolgen van beide figuren dezelfde zijn, voor zover het de thans besproken certificaten betreft (1), willen we de vennootschapsrelatie liever voorbehouden voor andere verhoudingen waar meer samenwerken in schuilt en waar de vennootschapsconstructie meer zou kunnen verklaren dan dit hier het geval zou zijn en willen we opteren voor de laatste beschreven "certificeringsrelatie". Deze voldoet ter juridische verklaring van deze door de lease-promotors georganiseerde verhouding.

(1) Zie nr. 168.2.

C. De juridische organisatie van de herfinanciering van vastgoed-leasing bij de "Onroerende certificaten" en de "Onroerende leasingcertificaten" (1).

a. de organisatie van de herfinanciering

169. Bij beide reeksen certificaten treft men dezelfde organisatie van de herfinanciering aan. De certificaten worden uitgegeven door een trust-vennootschap, een 'dummy' van de lease-bezorgende maatschappij (2), welke eerste als eigenaar van de onroerende goederen en leasing-gever zal optreden en de financiering daarvan door certificaatmissies verzekert. De hele operatie, afsluiten van contracten en beheer van de onroerende goederen, wordt geleid door de lease-bezorger en zulks krachtens beheersopdracht vanwege de door hemzelf gecontroleerde eigenaar-N.V.

De voorstelling aan de certificaathouders van de organisatie, meer bepaald de tekst die op het certificaat wordt afgedrukt en dus als contracttekst zal fungeren, is in de twee gevallen verschillend van opzet. Bij de emissieprospectus van de onroerende certificaten wordt een "bijzondere overeenkomst van uitwerking" (van de operatie) gevoegd (3), de tekst van een "kaderovereenkomst" tussen de ^{bij} de promotie van de certificaten betrokken instellingen. Bij de prospectus van de onroerende leasingcertificaten worden de "modaliteiten van uitgifte" gevoegd.

Achtereenvolgens worden nu deze twee contractteksten beschreven, waarna de rechten van de certificaathouders worden onderzocht en - waar nodig - vergeleken met die van de certificaathouders bij de vereniging-in-deelneming-constructie.

(1) Onroerende certificaten worden uitgegeven door de N.V. "Het onroerend vermogen" en op de markt gebracht door de Bank van Brussel; beheerder is Cofinindus (Compagnie Financière et Industrielle S.A.) welke laatste 99 % der aandelen van de N.V. Het Onroerend Vermogen houdt. Onroerende leasingcertificaten worden uitgegeven door de N.V. Immolease-Trust en op de markt gebracht door de Kredietbank; beheerder is de N.V. Immolease (Maatschappij voor de financiering van Immobiliën N.V. - in verkorte benaming "Immolease") die 94 % van de aandelen van Immolease-Trust N.V. houdt.

1. De "Onroerende certificaten".

170. De 'bijzondere overeenkomst van uitwerking' voor de uitgifte van onroerende certificaten wordt, voor elke emissie, afgesloten tussen de N.V. Het onroerend vermogen, eigenaar, de N.V. Bank van Brussel, die de certificaten zal plaatsen, en de N.V. Cofinindus, die als beheerder zal worden aangeduid. De tekst van de overeenkomst wordt op het certificaat afgedrukt en daar het om toonderpapier gaat zal het deze tekst zijn die de wederzijdse rechten en verplichtingen van certificaathouder en emittent zal regelen (1).

./.

(2) Zie bijv. de tekst van de onroerende certificaten "Overwegende dat, op aanvraag van de bank, de eigenaar werd opgericht door tussenkomst van de beheerster, met een specifiek maatschappelijk doel...".

(3) Vertaling van een in het Frans gestelde "Convention particulière de mise en oeuvre".

(1) Aldus art. 1.1. van de overeenkomst: "onroerende certificaten aan toonder, waarvan de rechten bepaald worden door deze overeenkomst".

Voor de beschrijving wordt de overeenkomst voor de emissie "GENT" (verkoopcentrum Priba) gebruikt. Waar deze overeenkomst afwijkt van vorige emissiemodaliteiten zal zulks worden aangeduid.

De preambule van de overeenkomst duidt aan dat de Bank, als promotor van de emissie de 'dummy'-vennootschap, die als eigenaar zal fungeren, liet oprichten door tussenkomst van de beheerders-N.V. en dat de Bank zich, omwille van haar rol als promotor, borg zal stellen tegenover de certificaaathouders voor de goede uitvoering van de verbintenissen van de eigenaar. Verder wordt een overzicht gegeven van de verbintenissen die de eigenaar krachtens de leasingovereenkomst met een distributie-onderneming opgenomen heeft: aankoop van terreinen, oprichting daarop van gebouwen volgens de plannen van de leasing-nemer (1), "concessie" aan de leasing-nemer van een erfpacht op de gronden en gebouwen (de erfpachtvergoeding is geïndexeerd) en van een aankoopoptie, en tenslotte een beheermandaat aan de lease-bezorger, Cofinindus.

Een eerste deel van de overeenkomst handelt over de financiering van de verrichting. Vastgesteld wordt dat het bedrag hetwelk de leasing-gever-eigenaar zal investeren onwederroepelijk forfaitair bepaald is (zonder mogelijkheid van verhoging of verlaging) en welke delen van dit bedrag bestemd zijn, respectievelijk voor de aanschaffing van de terreinen en de bouw van het verkoopcentrum. Voor de financiering zal de eigenaar-N.V. overeenkomstig haar statuten toondercertificaten emitteren, aan 25.000 F. per stuk, certificaten die alle vast opgenomen worden door de bank die zich verbindt ze tegen dezelfde prijs (verhoogd met een commissieloon), maar op het ogenblik en volgens de modaliteiten die zijzelf ^{zal} vaststellen, door openbare inschrijving te koop aan te bieden. De bank verbindt er zich toe de netto-opbrengst van de uitgifte ter beschikking van de eigenaar te stellen en deze laatste in afwachting een krediet toe te staan om de leasingoperatie te starten (2).

-
- V
- (1) In de prospectus, p. III wordt vermeld dat Priba, de leasingnemer, de verwezenlijking van de werken, waarvan de toewijzingen geverifieerd worden door de eigenaar, onder haar totale verantwoordelijkheid heeft genomen.
 - (2) Bij de overeenkomst 'GENT' komt het krediet overeen met de prijs voor de aanschaffing van de terreinen.

Een tweede deel regelt de relatie eigenaar-beheerder. Luidens artikel 2.1. "geeft de eigenaar mandaat aan de Beheerster, die akkoord gaat, het beheer van de verrichting waar te nemen in het belang van de houders van onroerende certificaten en te waken over de verbintenissen en verantwoordelijkheden van de ondertekenaars van de overeenkomst". Uit de opsomming van zijn bevoegdheden blijkt dat hij alle contracten afsluit - behalve de eigenlijke leasing-overeenkomst (1) - die voor de operatie nodig zijn en later het beheer verricht van de gebouwen, gelden ontvangt, rekeningen opstelt, waakt over de uitvoering der verplichtingen van de leasingnemer en de liquidatie beheert (art. 2.2.).

De beheerder werkt vrij autonoom. Voor belangrijke beslissingen (2) moet hij de eigenaar van zijn intenties op de hoogte stellen en deze laatste zal, binnen de vijftien dagen, een veto kunnen stellen. In ruil voor deze autonomie wordt bepaald dat hij alle handelingen verricht onder eigen verantwoordelijkheid. De controle op de beheerstaak wordt ugeoefend door een commissaris-bankrevisor die over de regelmatigheid en opportuniteit van het beheer, dit laatste in het licht van de bescherming van de belangen der certificaathouders, zal adviseren en hiervoor uiteraard toegang heeft tot de nodige documenten. Onder meer oefent de bankrevisor toezicht uit op de speciale bankrekening (3) waarop alle gelden van de operatie worden gestort. Een derde deel van de overeenkomst legt de wijze van het opstellen der rekeningen vast en bepaalt het beheerscommissie-loon (3 % der bruto-opbrengst) en de kostenvergoeding voor de eigenaar (2 % van de netto-opbrengst). Buiten deze

(1) Uit de preambule van de Overeenkomst en de toelichting op p. 7 van de prospectus blijkt dat de eigenaar zelf de aankoop van de terreinen en de leasing-overeenkomst doet.

(2) Aangeduid in de overeenkomst.

(3) Deze rekening wordt geopend op naam van de eigenaar. De Bank zorgt ervoor dat over de te goeden niet wordt beschikt dan krachtens de beheersopdrachten (art. 3.3.).

vergoedingen mogen op het debet enkel de kosten aan de gebouwen andere dan die welke de leasing-nemer moet dragen, geboekt. Studiekosten van de leasing bijv. worden niet door de certificaathouders gedragen (1). Bij het vaststellen van de creditposten wordt "huurprijzen en vergoedingen van de gebouwen" opgenomen. Naar een splitsing van de door de leasing-nemer te betalen lease-vergoeding wordt hier niet verwezen. Een splitsing van de opbrengst in terugbetaling van kapitaal enerzijds en rente op het nog uitstaande kapitaal anderzijds is op het vlak van de doorgifte aan de certificaathouders georganiseerd. De leasing-nemer daarentegen betaalt een geïndexeerde globale vergoeding. Vandaar dat deze als dusdanig op de rekeningen verschijnt. Wat de certificaathouders krijgen wordt voorgesteld als enerzijds een deel progressieve terugbetaling van hun "inleg" (belastingvrij) en anderzijds een deel rente op het nog uitstaande kapitaal. Bij de liquidatie van de lease-verrichting, na de vaste periode, zal aldus het in gebouwen geïnvesteerde kapitaal terugbetaald zijn. In de prospectus wordt dit uitvoerig uitgelegd aan de hand van een tabel (terugbetalings- en opbrengsttabel). In de "uitwerkingsovereenkomst" wordt naar deze tabel verwezen. Artikel 4 bepaalt dat "het netto-saldo door de eigenaar (2) volledig zal verdeeld worden onder de houders van onroerende certificaten, zowel als inkomsten als terugbetaling krachtens de bijzondere terugbetalingstabel". Dit betekent evenwel niet dat per se een terugbetaling van kapitaal zal gebeuren: de verdeling van opbrengst in terugbetaling en rente is slechts geldend voor zover er opbrengst gemaakt wordt. Het is de gemaakte opbrengst die volgens de tabel zal verdeeld worden.

(1) Art. 3.2. in fine. Dit is ook zo bij andere leases.

(2) In concreto stelt de bank de dividenden ter beschikking, waarvoor zij een vergoeding (voor verdelingskosten) van 1,75 % op het te verdelen saldo krijgt.

Alhoewel men economisch wellicht kan voorspellen dat er opbrengst gemaakt zal worden en dat er dientengevolge terugbetaling zal zijn is deze laatste juridisch niet gewaarborgd. Overigens wordt in de overeenkomst niet formeel de basis-huurvergoeding vanwege de leasing-nemer cijfermatig uitgedrukt. Wel meldt de prospectus dat de leasing-nemer jaarlijks 8,58 % op het geïnvesteerde bedrag moet betalen. Juridisch is echter de mogelijkheid open dat, bij niet-nakoming van de verbintenissen van de leasing-nemer een ander kandidaat wordt gezocht die niet zoveel zal (kunnen) betalen. Is er economisch dan sprake van terugbetaling tijdens de vaste 'huur'-periode, de optievoorwaarden bij het einde van deze periode zijn ook op deze terugbetaling gericht.

De investering in gebouwen (niet formeel) terugbetaald zijnde is de prijs voor overname door de leasing-nemer de geschatte waarde van de gronden, echter onder beding dat deze waarde niet lager mag zijn dan de initiële kostprijs voor ^{deze} gronden. Dit laatste is in de "bijzondere overeenkomst" opgenomen (1).

Een echt formele garantie dat de liquidatie aan de certificaathouder minimum de over zijn certificaat omgeslagen initiële prijs van de grond zou opleveren betekent deze bepaling evenmin. Het gaat immers over een optie: het staat de lease-nemer vrij ze te lichten en voor de verkoop die bij niet lichten van de optie moet plaats hebben is geen minimum bepaald. Zelfs moest de optie ge-licht worden aan de minimumwaarde dan gaan van deze opbrengst nog kosten en beheersvergoeding af zodat de certificaathouder niet het minimum zou ontvangen. Overigens is de optie verleend aan de welbepaalde leasing-nemer die de geherfinancierde lease-overeenkomst afsloot. Een eventuele nieuwe leasing-nemer (niet in het geval de leasing-nemer zijn erfpachtsrecht cedeert) kan wellicht andere optievoorwaarden bedingen. Een laatste deel van de overeenkomst bevat een paar algemene bepalingen.

(1) Althans in de overeenkomst "GENT".

beheerder aan te spreken zou verwaarlozen dan kunnen de certificaathouders schadeloosstelling van de eerste vorderen. Aangenomen mag worden dat ze ook de bank, die zich voor de verbintenissen van de emittent borg stelde, voor het niet nakomen door de emittent van deze verplichting om zijn recht en meteen ook dat van de certificaathouders veilig te stellen, kunnen aanspreken.

In de emittent-is-eigenaar-constructie is het de beheerder der operatie die als opdrachthouder van de eigenaar de rekeningen bijhoudt volgens de bepalingen in het certificaat opgenomen. Ook hier moet de eigenaar de beheerders aanspreken en ook hier kunnen de certificaathouders deze vordering van de eigenaar, hun schuldenaar, uitoefenen. De band eigenaar-opdrachthouder is evenwel nauwer dan die tussen participant en zaakvoerder der vereniging. De eigenaar die een mandaat gegeven heeft is principiëel ook nog zelf gerechtigd de opgedragen taak zelf te vervullen. Ook hier kan de certificaathouder de eigenaar desgevallend tot schadeloosstelling aanspreken en ook de bank, als borg (1). Waar in de certificaatstekst bij de onroerende certificaten staat dat de beheerder zijn taak waarneemt in het belang van de certificaathouders kunnen deze laatste - krachtens dit beding te hunnen behoeve - ook rechtstreeks een eigen vordering tegen de beheerder instellen.

De verbintenis van de eigenaar om ervoor in te staan dat zijn recht zo intact mogelijk blijft is een ondeelbare verbintenis: ieder certificaathouder kan een vordering wegens niet-nakoming van deze verbintenis instellen, dit heeft dan ook voor alle andere certificaathouders gevolgen.

(1) In de emissie Gent-Grimbergen-Belgrade stelt niet de Kredietbank maar de beheerder, Immolease N.V., zich borg voor de verbintenissen van Immolease-Trust N.V. tegenover de houders van onroerende leasingcertificaten.

(2) Dat ze aanvaard hebben door het kopen van een certificaat.

173. 2. De vordering tot uitkering van de opbrengst heeft de certificaathouder tegenover de emittent. Bij de eigenaar-emittent constructie bestaat de vordering tegenover hem die de opbrengst zelf geniet; bij de vereniging in deelneming-herfinanciering bestaat ze tegenover de emittent die ze zelf nog moet ontvangen krachtens zijn vennootschappelijk recht. In het eerste geval kan het wel voorkomen dat de beheerder gelden die hij krachtens zijn beheer mag ontvangen achterhoudt: de eigenaar ^{dan} kan deze opeisen, ook in het geval van faillissement. In het tweede geval kan het zijn dat de beheerder der vereniging gelden achterhoudt of niet tot de overeengekomen verdeling overgaat. De emittent-participant beschikt dan over een vordering die in geval van faillissement van de beheerder zal concurreren met de vorderingen van andere schuldeisers.

In beide gevallen kunnen de certificaathouders ook weer deze vorderingen uitoefenen of hun schuldenaar tot schadeloosstelling aanspreken.

Wanneer het de emittent zelf is die zijn verbintenis tot uitkering niet nakomt dan beschikken de certificaathouders tegenover hem over een vordering (event. schadeloosstelling). Zij kunnen ook de bank aanspreken als borg. Bij de onroerende certificaten heeft ook de beheerder zelf zich borg gesteld voor de verplichtingen van de eigenaar. Het recht van de certificaathouders op opbrengst, vorderingsrecht tegenover de emittent, is een individueel recht dat aan ieder certificaathouder afzonderlijk toekomt.

173. 3. De certificaathouders krijgen opbrengst van een welbepaald onroerend goed, ter financiering waarvan de reeks certificaten, waarvan zij er houden, werd uitgegeven. Zij kunnen geen aanspraak maken op de opbrengst van andere, door dezelfde eigenaar gehouden onroerende goederen. Zij hebben evenwel geen voorrecht of hypotheek op het onroerend goed waarvan ze opbrengst krijgen. In geval van faillissement van de eigenaar van het onroerend goed

*by faill. valt meubel mees
weg & blijft eig. van bank de
gelden die vorderen
na faill. prijz.*

*niet
bevoegd*

zal dit goed tot waarborg strekken van alle schuldeisers. Faillissement tengevolge van andere activiteiten dan de belegging zal praktisch niet kunnen voorkomen in de emittent-eigenaar-constructie omwille van de doelbeperking van de vennootschap die eigenaar is. Mochten er toch derden zijn die zonder op de hoogte te zijn van de statutaire doelbeperking met de eigenaar gehandeld hebben en mocht dan faillissement voorkomen dan beschikken de certificaathouders, naast hun vordering tegenover de eigenaar, vordering die met deze van de derde te goeder trouw concurreert, ook nog over een andere vordering tegenover de bank die de goede uitvoering van de verbintenis van de eigenaar waarborgde. *uitg. 1/11*

In de vereniging in deelneming constructie is er wel een doelbeperking van de emissie-vennootschap. Hier geldt hetzelfde als boven wanneer de vennootschap ten gevolge van extra-statutaire activiteiten in moeilijkheden geraakt. De vennootschap die als eigenaar van de onroerende goederen optreedt kent echter geen doelbeperking in bedoelde zin. Wanneer zij in moeilijkheden geraakt beschikt de emittent slechts over een concurrerende vordering. Voor nalatigheid bij het uitoefenen van deze vordering is hij, en de bank als borg, aansprakelijk tegenover de certificaathouders. *(info)*
emittent

173. 4. De vordering van de certificaathouders staat op de opbrengst van een bepaald onroerend goed gedurende een op voorhand vastgestelde termijn. Voor deze termijn verstreken is, en behoudens vroegtijdige liquidatie, kunnen ze hun certificaat niet terug inleveren. Het is echter een toonderpapier en dus vrij verhandelbaar. Om deze verhandelingen vlot te laten verlopen zorgt de bank voor een markt door (niet verplichte) concentratie van vraag en aanbod en publiceert regelmatig de prijzen. Vanzelfsprekend kan de bank, die zelf certificaten houdt, hier als marktregelaar optreden.

174.1. Uit hetgeen voorafgaat moge blijken dat de vereniging in deelneming-constructie aan de certificaathouders minder juridische zekerheid geeft dan de emittent-eigenaar-formule. De afplitsing der emissie-functie van de eigenaarsfunctie heeft voor gevolg dat de certificaathouder, die zo al over een niet door voorrecht of hypotheek verzekerde vordering beschikt deze vordering niet kan richten tot wie economisch zijn eigenlijke schuldenaar is maar tot een 'tussenpersoon'. Dergelijke constructie ware zinvol wanneer deze tussenpersoon werkelijk zou optreden als trustee van de certificaathouders, vergelijkbaar met de trustee-functie bij obligatielening. Dit is echter juridisch onmogelijk omwille van de relatie tussen de emittent en de eigenaar, een vereniging in deelnemingscontract dat aan de emittent als participant geen inmengingsrecht in het beheer toestaat, en bron kan zijn van excepties en andere modaliteiten die het vorderingsrecht van de participant, meteen dat van de certificaathouder tegenover de participant, nog kunnen verminderen. Ook verder lijkt het afsplitsen van de emissie-activiteit niet zo nodig daar de tussenkommende bank in dezen toch een belangrijke rol speelt.

174.2. Meer juridische zekerheid voor de certificaathouders biedt de emittent-eigenaar-formule: de eerstgenoemden beschikken hier over een rechtstreekse vordering tegen de eigenaar, bij de onroerende certificaten o.i. ook tegenover de beheerder. Voor zover ze geen rechtstreeks recht tegen de beheerder hebben, wat hier minder belangrijk is, is de vordering van de eigenaar tegenover de beheerder (welke vordering zij eventueel kunnen uitoefenen) gesteld op een mandaatcontract hetwelk aan de opdrachtgever meer controlerechten verleent tegenover de opdrachthouders dan een participant heeft tegenover de zaakvoerder in de vennootschap bij wijze van deelneming, en de eigenaar o.m. toelaat ook zelf nog de nodige rechtshandelingen te stellen i.p.v. de opdracht-houder. De splitsing die hier doorgevoerd

is, splitsing tussen eigenaarschap en beheer dient het veiligstellen van het vermogen dat ten behoeve van de certificaaathouders moet gehouden worden. De trust-hoedanigheid van de eigenaar wordt, langs de statuten der vennootschap om, tegenover de meeste derden van kracht terwijl het beheer krachtens overeenkomst zoveel mogelijk onder verantwoordelijkheid van de beheerder geschiedt, waarbij deze bijv. zelf instaat voor de schadeloosstellingsvorderingen wegens in het raam van zijn beheer opgelopen aansprakelijkheid. Aan te merken valt dat het veiligstellen van het vermogen nog beter zou gerealiseerd kunnen worden indien voor elk project een aparte eigenaarsvennootschap zou opgericht worden.

Naast dit veiligstellen van het vermogen heeft de eigenaar-emittent ook nog juridisch een zeker controlerecht over de activiteit van zijn opdrachthouder, de beheerder en behoudt hij o.m. de mogelijkheid om zelf ook nog de rechtshandelingen te stellen die hij aan de beheerder heeft opgedragen. Bij de vereniging in deelneming-constructie is het controlerecht, dat er dan een is van een niet-eigenaar tegen de eigenaar-alleenbeheerder, veel onbeduidender. Dit willen we niet meteen overroepen. Allereerst is de eigenaarsvennootschap in de eigenaar-emittent-formule ook wel volledig beheerst door de beheersvennootschap (1). Verder is een bewakingsfunctie bij deze op voorhand uitgewerkte projecten niet zo erg belangrijk, bijv. niet zo nodig als bij fondsen waar het beheer ten dynamische beleggingsprospectie en -ontwikkeling veronderstelt en de samenstelling van het fondsvermogen variabel is (vgl. de Nederlandse vastgoedfondsen).

(1) De beheersvennootschap houdt het quasi-volledige aandelenpakket van de eigenaarsvennootschap. Door de vereniging-in-deelneming-constructie wordt de emissievennootschap die al zo weinig bevoegdheden t.a.v. de eigenaar bezit door deze laatste (Lambertco) of de bank (Parijs en de Nederlanden) gecontroleerd.

175. De "ingewikkelde opeenstapeling van juridische verhoudingen tussen de promotors onderling enerzijds, tussen de emittent van de certificaten en de houders ervan anderzijds" (aldus de Bankcommissie, Jaarverslag, 1965, p. 112) laat uiteindelijk aan de certificathaouders een niet bevoorrechte, onrechtstreekse, schuldvordering op de opbrengst van een onroerend goed, dat, bij de vereniging in deelneming al meer dan bij de emittent-eigenaar-formule, niet voldoende kan afgezonderd worden in geval van faillissement.

Maar in de ogen van de promotors van de belegging is het uitbouwen van een veiligheidscheppende rechtsband tussen beleggers en beleggingsobject niet zo belangrijk: meer dan door zodanige rechtsverhouding zouden de certificathaouders zich verzekerd voelen door de soliditeit van de financiële groep die als promotor der belegging optreedt.

Uit het verslag van de Bankcommissie over de eerste emissie "vastgoedcertificaten", in 1965, blijkt dat deze soliditeit, de goede trouw van de emittent, ook als enige waarborg werd voorzien in de kennisgeving van de uitgifte aan de Bankcommissie. Deze laatste heeft dan (1) gewild dat ter bescherming van de spaarders de volgende regels zouden in acht genomen worden. Uitvoerige inlichtingen moeten in de prospectus worden opgenomen over de geplande onroerend-goed-constructie, de rol van de diverse promotors van de verrichting, over de aard van de certificaten, de rechten die ze vertegenwoordigen en de fiscale behandeling ervan, over het te verwachten rendement van de belegging en om dit laatste duidelijk te maken een beschrijving van het opzet van het akkoord tussen de 'fiduciaire eigenaar' der gebouwen en de distributie-onderneming.

(1) krachtens haar bevoegdheid ex artikel 9 van het K.B. nr. 185 van 9 juli 1935 betreffende de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten.

a 32/1000)

Het in een speciaal daartoe opgerichte vennootschap onderbrengen van de emissie-activiteit bij de vereniging-in-deelneming-constructie werd eveneens geëist, alsmede de solidaire borgstelling van de bank. Verder werd de tussenkomst van de bankrevisor, die het beleid van de vennootschap-eigenares, de nakoming door de emissievennootschap van haar verplichtingen tegenover de certificaaathouders en het opstellen der rekeningen zal controleren, voorzien. Zeer duidelijk wordt daarbij gepreciseerd dat de revisor niet alleen de regelmatigheid maar ook de opportuniteit van de verrichtingen zal controleren en hiertoe de ruimste faciliteiten geniet. Ons lijkt het een tekortkoming dat aan de revisor niet opgedragen is de prijsvorming te controleren van de certificaten op de door de banken zelf "georganiseerde" markt. Tenslotte meldde de commissie dat ze erop let dat de fiscale voordelen die de eigenaar geniet ook aan de certificaaathouders ten goede komen, dit "uit hoofde van de nagestreefde doorzichtigheid doorheen de opgetrokken structuur".

De door de Bankcommissie gewilde waarborgen als de borgstelling vanwege de bank en de aanstelling van de bankrevisor trekken het soliditeitsargument nog verder door. Het feit dat een grote, degelijke bank, die vaak het beste gekend zal zijn van de financiële groep waartoe ze behoort (de bank die feitelijk de public relations verzorgt), zich borg stelt moet wel van aard zijn om het vertrouwen van de beleggers voor de certificaten te winnen. Dezelfde beleggers zullen t.a.v. de bankrevisor-controle overwegen dat meer dan andere promotors de grote, om haar goede naam zeer bezorgde, financiële groep erover zal waken dat geen onregelmatigheden door de revisor zullen kunnen gesignaleerd worden.

De waarborgfunctie van het afsplitsen der emissie-activiteit van het eigenaarschap bij de vereniging in deelneming hebben we reeds in twijfel getrokken. Uit het verslag van de Bankcommissie valt niet duidelijk op te maken of deze afsplitsing reeds in de kennisgeving van het project aan de commissie was voorzien en de emissie-

activiteit reeds toevertrouwd was aan een vennootschap die nog andere commerciële activiteiten voerde, waarop de commissie dan deze andere activiteiten zou gewraakt hebben, dan wel of de commissie zelf de afsplitsing wilde. Vermoedelijk is de eerste veronderstelling de juiste (1) en in dit geval betekent het vereiste van een speciale, voor de emissie, opgerichte vennootschap wel een betere beveiliging dan de in de kennisgeving voorziene formule.

Het vereisen van uitvoerige inlichtingen over de verrichting is uiteraard belangrijk: meer dan voor andere operaties is een bevattelijke voorstelling van deze ongewone vastgoedbelegging nodig. Op zichzelf betekent dit o.i. evenwel geen waarborg. Volledige inlichtingen heten wel een waarborg te zijn in de liberale gedachtengang die als volgt gaat: geef de (kleine) belegger de nodige informatie en loopt hij er dan in (in zijn ongeluk) dan is het zijn eigen fout (2). Om goed te functioneren is daarvoor al nodig dat de informatie die gegeven wordt niet deze is die de promotor, vaak in reclame-stijl opgevat, wil kwijtraken maar een volledige informatie is, aangepast aan alle beleggers waartoe de uitgifte zich richt. Men kan het zo stellen: de regel dat de informatie die gegeven wordt juist is, voldoet niet meer. Wel moet de juiste informatie gegeven worden, zowel naar inhoud als naar vorm. Men kan proberen hieromtrent algemene richtlijnen op te stellen maar waar zulks gebeurde, bijv. in Duitsland, Zwitserland en Frankrijk, blijft de noodzaak voelbaar om door een onafhankelijke instantie een preventief toezicht op de toepassing van deze regelen te laten houden en ze regelmatig aan

(1) Het Jaarverslag spreekt op een ontgoochelende toon over de ingewikkelde verhoudingen tussen eigenaar en emittent enerzijds, emittent en certificaathouders anderzijds, zodat we aannemen dat de splitsing reeds voorzien was en zeker niet gewild door de Commissie die er zich dan nadien zou over beklagen.

(2) Deze gedachtengang vindt men zeer goed weergegeven in: P. ARIET, La consommation, L'éducation du consommateur, Th. Parijs, 1939.

te passen aan de steeds weer veranderende beleggingsprojecten die voorgesteld worden, en aan de vindingrijkheid van de promotors. In Duitsland zag men eveneens in dat zelfs met een correcte informatie-vereiste dit alleen maar op de geschreven informatie zou kunnen betrekking hebben en heeft men het 'teruggave-recht' ingevoerd om die beleggers te beschermen die op grond van mondelinge onderhandelingen tot het kopen van beleggingspapier waren verleid.

Als men dan ziet dat ook met een dergelijke nuttige bescherming van de beleggers in landen als Duitsland en Zwitserland toch nog een verdere controle op het beleid zelf van de promotors aangehouden wordt dan begrijpt men dat informatie wel nuttig maar, op zichzelf bestaande, geen waarborg betekent.

176. Sprekend over de juridische verhoudingen bij de vastgoed-certificering, hypothesen vooropstellen betreffende het faillissement van Lambertco, van de Groep I, van quasi 100-procent filialen van Cofinindus of van de Kredietbank (langs Immolease N.V.) doet enigszins onbehaaglijk aan.

De certificaathouder moge dan slechts over een niet zakelijk verzekerde vordering beschikken, hem zal dat een zorg zijn wanneer het gaat om een vordering tegen een vennootschap, waarvan wel mag aangenomen worden dat ze te allen tijde zijn recht zal kunnen honoreren, een vordering die bovendien telkens gewaarborgd wordt door een der grootste Belgische bankinstellingen. Wel begrijpelijk is anderzijds de bezorgdheid van de Bankcommissie (1).

(1) Deze bezorgdheid moge blijken uit de diverse paragrafen betreffende de vastgoedcertificaten in de jaarverslagen, o.m. Jaarverslag 1965, p. 111-113, "Publieke uitgifte van vastgoedcertificaten", waar sprake van de "ingewikkelde opeenstapeling van juridische verhoudingen" en van de goede trouw der promotor, goede trouw die als enige waarborg was voorzien. Verder: Jaarverslag 1966, p. 166-167, "Artikel 6 van het reglement van de Bankcommissie van 3 april 1958 betreffende de Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Aankoop van roerende waarden die onrechtstreeks rechten van onroerende goederen vertegenwoordigen", waar aangestipt wordt dat niet

De op zichzelf geen/voldoende waarborgen biedende juridische vormgeving van de relatie emittent-certificaathouder werd tot nu toe wel vergoelijkt door de soliditeit van de financiële groep waartoe de emittent behoort maar aangezien deze soliditeit nergens wettelijk als waarborg werd geconsacreerd en de Bankcommissie ze dus niet als vereiste kan stellen biedt zodanige vergoelijking geen oplossing voor de toekomst. Gesteld dat een handige immobiliënpromotor op de certificeringstechniek een beroep wil doen om een winkelpand of een parkingsgebouw te financieren. Hijzelf zou eigenaar worden, eventueel het onroerend goed onderbrengen in een vennootschap, en een volledig door hem beheerste, aparte, emissievennootschap oprichten. Uiteraard zou hij volledige informatie aan de beleggers verstrekken, een bank-revisor opdragen de rekeningen en het beleid te controleren en verder zou een bank er zich voor borgstellen dat de opbrengst die de promotor aan de emissievennootschap doorgeeft ook aan de certificaathouders ten goede komt (daartoe zal een speciale rekening op de bank aangehouden worden waarop zij controle uitoefent en bijv. zal moeten contrasigneren). De soliditeit van de promotor is hier minder vanzelfsprekend maar aangezien normen betreffende deze soliditeit - de vereiste voor de promotie van vastgoedcertificaten - niet bestaan en het anderzijds aan de Bankcommissie niet toekomt op discretionnaire wijze te bepalen welke Belgische vennootschappen wel en welk niet als solide moeten aangemerkt worden zou de commissie een dergelijke uitgifte moeten gedogen.

(1) ./.

de opbrengst op het certificaat in feite een deel van het belegde vermogen wordt uitgekeerd. Tenslotte: Jaarverslag 1969-70, p. 162-163 "Artikel 1 van de wet van 10 juli 1969 - Verrichtingen gelijkgesteld met de uitgifte van roerende waarden"; en p. 165-167 "Gemeenschappelijke beleggingen in onroerende goederen", waar de wens wordt uitgedrukt om tot een reglementering te komen.

Om dit te voorkomen ware het nodig dat er een reglementering betreffende de uitgifte van vastgoedcertificaten zou bestaan. Dat dergelijke reglementering er nog niet gekomen is, is wellicht te wijten aan de nog vrij geringe omvang van het op deze wijze verzamelde beleggingskapitaal - mede wellicht ook de bedenking dat deze formule van voorbijgaande aard is - en verder aan het feit dat tot nu toe alleen solide groepen tot een vastgoedcertificaten-emissie zijn overgegaan. Op de noodzaak en de aflijning van dergelijke reglementering komen we later nog terug.

177. Naast de bescherming der beleggers door middel van waarborgen op het vlak van de juridische vormgeving van hun relatie met de emittent en waarborgen m.b.t. de persoon van de promotor is er nog de bekijking zelf, waar het uiteindelijk toch om gaat. Wat hier met het decorum van vastgoedbelegging wordt omhangen is uiteindelijk minder objectgebonden dan wat de termen 'opbrengst van roerend goed' zouden ^{laten} vermoeden. Het gaat om leasing-krediet dat, zoals boven aangeduid (1), minder de waarde van het onroerend goed volgt dan bijv. huurkoopkrediet en meer op de bedrijfsmogelijkheid van de kredietnemer is afgestemd. Daar de lease-vergoeding volgens de overeenkomst gedurende een vast bepaalde tijd moet betaald worden kleven aan de belegging echter slechts weinig risico's. Er is de mogelijkheid dat de leasing-nemer aan zijn verplichting niet meer kan voldoen, bijv. ten gevolge van een faillissement en dat ^{het} onroerend goed, wanneer er geen andere 'huurder' zou gevonden worden, erg beneden de kostprijs zou moeten verkocht worden. Hetzelfde risico kan zich voordoen wanneer op het einde van de vaste 'huur'-termijn de leasing-nemer zijn optie niet licht.

(1) Zie nr. 5 en het in voetnoot gegeven voorbeeld van D.W. VOORTHUYSEN.

Belangrijker zou evenwel het risico zijn dat bij de emissie der certificaten de verkoop beneden de verwachtingen zou blijven. Zou de operatie gevoerd worden volgens de tot nu toe aangewendde 'appropriation method', d.w.z. dat vóór het aantrekken van beleggingsgelden de nodige contracten reeds zouden afgesloten zijn en de terreinen reeds aangekocht (1), dan zou, aangezien op een vastbepaalde datum al de nodige gelden ter beschikking moeten gesteld zijn, ten belope van het niet op certificaten ingetekende bedrag een lening moeten aangegaan worden door de emissievennootschap. De kost van deze lening zou tenslotte ten laste van de certificaathouders komen, wat uiteindelijk goed of slecht kan aflopen⁽²⁾ (maar alleszins niet met de verwachtingen overeenkomt). Dit belangrijke risico⁽³⁾ wordt evenwel vermeden door het feit dat de bank die de certificaten bij het publiek aanbrengt alle certificaten vast opneemt zodat een tekort aan intekenaars niet ten

-
- (1) Wacht men met het kiezen van een belegging totdat de gelden ingezameld zijn (cash method) dan zou de kapitaalsvergoeding die in afwachting van de belegging der gelden uitgekeerd zou worden, belangrijk zijn en vooraf moeten genomen worden op de opbrengst van de belegging, waardoor deze opbrengst dan weer "gedrukt" wordt.
 - (2) Tengevolge van het "hefboomeffect" van het vreemd kapitaal en op voorwaarde dat dit niet al te groot is.
 - (3) Dat dit risico reeel zou zijn moge blijken uit het feit dat de emissie immorente-certificaten Maaseik-Winnik 1969, eind 1970 moest verdergezet worden. Om de certificaten aantrekkelijker te maken werd een spaar- en investeringsplan bijgevoegd volgens hetwelk ofwel een deel terugbetaling van de jaarlijkse opbrengst ofwel de gehele jaarlijkse opbrengst tegen samengestelde interest zou herbelegd worden. Zie hiervoor: Brief Bank van Parijs en de Nederlanden, Referte 15 - Emissies, november 1970.

laste van degenen die wel een certificaat kochten zal komen maar wel ten laste van de bank (die dan - indien ze later toch kan verkopen - aan de latere kopers een flinke toeslag kan aanrekenen). Uiteindelijk is dit wel de belangrijkste waarborg voor de beleggers, een waarborg echter die - eens te meer - slechts door grote bankinstellingen, en dan uiteraard aan promotors van hun eigen groep, kan, resp. zal, geleverd worden.

B. Herfinanciering van vastgoedleasing d.m.v. andere technieken

Na dit overzicht van de d.m.v. vastgoedcertificaten geherfinancierde onroerende leasing willen we in het kort twee, reeds eerder genoemde (1) andere technieken beschrijven die voor hetzelfde economisch opzet, vastgoedleasing en herfinanciering daarvan door het fractionneren van het investeringsbedrag en een beroep op het beleggerspubliek, gebruikt werden: de "FINIMO"obligaties en de "Immobiiliën-Investerings-Eenheden".

a. De obligaties van de N.V. Immobiliënmaatschappij voor de financiering van winkelpanden "FINIMO" (2).

178. Gefinancierd wordt het oprichten van twee G.B. Supermarkten, te Heverlee en te Halle, een totale investering van 88 miljoen Fr., supermarkten die aan G.B. Bedrijven in leasing gegeven worden. Voor deze financiering wordt in 1967 de N.V. Finimo opgericht met als belagnrijke deelnemers de N.V. Immolease (voor 50 %), inmiddels bekend als de vastgoedleasingmaatschappij van de Kredietbank-groep, en de N.V. Immodis (voor ongeveer 49 %), de vastgoedvennootschap van de G.B.-groep. Het doel van de vennootschap is zeer algemeen omschreven als "het uitvoeren op welke wijze dan ook (voor eigen rekening, voor rekening van derden of in deelname met derden) van onroerende verichtingen in de meest uitgebreide zin...". Het kapitaal bedraagt 8 miljoen, waarmee dan een gedeelte van de investering

(1) Zie nr.

(2) Voor het hiernavolgende overzicht werd gebruik gemaakt van de emissieprospectus d.d. december 1967 en van de statuten dezer N.V., Bijlagen B.S., 21 nov. 1967, nr. 2478-9; deze obligaties werden verder besproken in weekberichten van de Kredietbank, 1967 (9 dec.), p. 457-459.

Deze beslissingsbevoegdheid wordt dan door ieder certificaathouder afzonderlijk aan deze vergadering opgedragen (1).

Het feit dat de certificaathouders bij de emissies van Immolease-Trust N.V. met raadgevende stem aan de aandeelhoudersvergadering dezer vennootschap mogen deelnemen mag nog minder dan de certificaathoudersvergadering als boven geciteerd leiden tot de vaststelling van een vennootschapsverband tussen de certificaathouders. Immers zij nemen dan deel aan een vergadering die niet deze is van de certificaathouders van een welbepaalde emissie en de emissievennootschap als juridische persoon, maar aan de interne vergadering van de emissievennootschap zelf.

Wellicht lag het in de bedoeling van de emitterende instelling om de certificaathouders op deze manier toe te laten zich meer betrokken te voelen bij het beleid van hun trustee (2).

Of de certificaathouders op deze uitnodiging, die, zoals gesteld, in de modaliteiten niet voorkomt, zullen ingaan is een andere vraag. De huidige situatie van absenteïsme van aandeelhouders (die zich toch nog meer bij het vennootschapsleven zouden moeten betrokken voelen) op de algemene vergadering (3) laat zeker niet toe te veronderstellen dat de certificaathouders zullen opdagen.

(1) Zie ook nr. 116 (Nederlandse vastgoedfondsen).

(2) Veronderstelling geopperd in de Financiële-economische Tijd, 29 nov. 1969, 'Onroerend-goed-certificaten, interessante belegging!'.

(3) Zie hiervoor sporadisch de gegevens in Morphologie des Groupes financiers, Brussel, 1966, en verder I. JACOBS, La représentation des actionnaires dans les assemblées générales des sociétés anonymes des six pays du marché commun (samenvatting van proefschrift), Droit et Affaires, n° 198 (1 juni 1971), Documents 15/17, inz. p. 3-5.

D. Verdere verklaring van de rechten van de certificaathouders.-
Vergelijking.- Waarborgen.

173. We aanvaardden dat de certificaathouder met de emittent een overeenkomst sluit luidens dewelke de emittent, die als eigenaar of krachtens een contract met de eigenaar recht heeft op de opbrengst van een onroerend goed, verzekert dat hij deze opbrengst aan de certificaathouder zal doorgeven in verhouding tot een door de certificaathouder, als tegenprestatie, gedane inleg. De overeenkomst komt tot stand door het kopen van een certificaat, een effect aan toonder, waarin rechten en verbintenissen uit deze overeenkomst zijn neergelegd.

173.1. Het belangrijkste recht van de certificaathouder is een vorderingsrecht tot uitkering van de opbrengst, voortkomende van de lease-vergoeding, verzekeringspremie e.a., van het onroerend goed, opbrengst zoals vastgesteld door de rekeningen en volgens de verdelingspercentages, beschreven in de overeenkomst. Dit recht is een individueel recht van de certificaathouder tegenover zijn partner, de emittent.

De omvang van het vorderingsrecht der certificaathouders wordt bepaald door de rekeningen die m.b.t. het onroerend goed worden bijgehouden. In de vereniging in deelneming-constructie worden deze rekeningen gehouden door de beheerder der vereniging volgens de regelen in het verenigingscontract tussen de beheerder en de emittent bepaald, regelen waarnaar in de tekst van het certificaat verwezen wordt. Worden de rekeningen niet gevoerd zoals het hoort - miskent de beheerder het oordeel van de commissaris-bankrevisor - dan moet de emittent de beheerder aanspreken. De certificaathouders kunnen krachtens artikel 1166^{B.W.} deze vordering van de emittent uitoefenen. Wanneer de emittent zijn recht om de

Artikel 6.1. stelt dat de overeenkomst tussen de deelnemers aan de verrichting een aanvang nemen bij de ondertekening van de 'uitwerkingsovereenkomst' en een einde nemen na de liquidatie, d.i. nadat de onroerende goederen verkocht zijn en het saldo van deze verkoop aan de certificaathouders is uitbetaald. De bijzondere uitwerkingsovereenkomst is immers een 'contrat-cadre' en alle overeenkomsten die in dit raam worden afgesloten, zijn dienstig om het doel van de kader-overeenkomst te realiseren, volgens de duur van de uitwerkingsovereenkomst.

Zo mag men aannemen dat het mandaat van de beheerder, in tegenstelling tot de principiële herroepelijkheidsregel en de opzegbaarheid vanwege de mandataris, onherroepelijk is voor de duur van de uitwerkingsovereenkomst, behalve indien de mandataris tegen het belang van de certificaathouders zou handelen.

Door het gezamenlijk ondertekenen van de kader-overeenkomst zijn alle onder-overeenkomsten tussen de betrokken partijen onderling, aan de bij een bepaalde overeenkomst niet betrokken partij, tegenstelbaar gemaakt. Door het feit dat sommige deelovereenkomsten op het certificaat worden afgedrukt krijgt de certificaathouder een rechtstreeks recht tegen de partijen.

Zo hebben o.i. de certificaathouders een rechtstreekse vordering tegen de beheerder wiens beheersopdracht vanwege de eigenaar luidt "het beheer van de verrichting waar te nemen in het belang van de houders van onroerende certificaten". Verder wordt in dit laatste deel de - ook bij de vereniging in deelneming aanwezige - bepaling opgenomen dat opslorping, fusie enz.. van een der partijen de clausules van de overeenkomst niet zullen wijzigen en dat deze clausules 'ne varietur' zullen opgenomen worden, door een eventuele nieuwe juridische entiteit.

Tenslotte stelt art. 6.3. dat "Door uitdrukkelijke overeenkomst deze beschikkingen worden opgesteld om te goeder trouw te worden uitgevoerd in het belang van de houders van onroerende certificaten (1).

(1) Betwistingen betreffende deze overeenkomst zullen ter arbitrage worden voorgelegd.

2. De "Onroerende leasing-certificaten".

171. De modaliteiten van uitgifte (1) van de onroerende leasing-certificaten worden vastgesteld door de raad van beheer van de eigenaar-N.V., Immolease-Trust, raad van beheer die tot de uitgifte mag beslissen (2). In een eerste deel wordt de investering voorgesteld ter financiering waarvan de certificaten worden aangemaakt. Vermeld wordt nog dat indien de kostprijs, die niet forfaitair vastgesteld maar geraamd is, beneden het aangegeven bedrag zou vallen, het saldo aan de certificaathouders zal worden uitgekeerd. Verder wordt aangeduid dat de leasing-nemer en de eigenaar overeengekomen zijn dat indien het project, onafhankelijk van de wil van de eigenaar niet zou worden uitgevoerd, de leasing-nemer de reeds gedane investering tegen de kostprijs zal overnemen en een vergoeding voor het voorziene totale investeringskapitaal zal betalen, vergoeding die aan de certificaathouders ten goede zal komen (3). Bij de modaliteiten van de eerste emissies werd daarop een paragraaf ingelast waarin de rechten van de certificaathouders werden verklaard als "een recht ten laste van Immolease-trust N.V., een deel 'in hoofdsom en opbrengst) - en dit evenredig aan zijn inbreng in de globale kostprijs van de investering - van het nettoproduct van het onroerend goed, waarvoor het certificaat werd aangemaakt, te ontvangen" (4).

(1) Voor deze beschrijving gebruikten we de modaliteiten voor de emissie 'Waregem'. Waar nodig wordt verwezen naar de uitgebreidere 'emissiemodaliteiten' 'Ronse-Melsbroek'.

(2) Art. 11 van de Statuten Immolease-Trust, Bijlagen B.S. 27 febr. 1969, nr. 36341, p. 2898. Ook bij de N.V. Het onroerend vermogen beschikt de raad van beheer over de uitgiftebevoegdheid.

(3) Dergelijke overeenkomst wordt in andere emissies niet vermeld. Wel wordt daar vermeld dat er dan terugbetaling aan de certificaathouders (zonder vergoeding) zal geschieden.

(4) Modaliteiten 'Ronse-Melsbroek'.

Bij latere emissies komt deze bepaling niet meer voor. Het recht van de certificaathouder volgt overigens uit andere bepalingen, o.m. die luidens dewelke het netto-saldo van de exploitatie en liquidatie voor 99 % aan de certificaathouders wordt uitgekeerd. Na de beschrijving van de investering volgt de vermelding van de beheersopdracht aan Immolease N.V., beheer van de onroerende goederen en 'administratie' van de hele lease-verrichting.

In het raam van deze opdracht heeft Immolease de ruimste bevoegdheden, ^{is} evenwel, zoals de beheerder bij de onroerende certificaten, verplicht de gelden van de verrichting te storten op een speciale rekening bij de bank. Ook wat op de rekening mag komen die de beheerder betreffende de lease-goederen moet bijhouden en die door de commissaris-bankrevisor worden nagezien, wordt in de uitgiftemodaliteiten vermeld (1). Het netto-saldo van deze rekeningenstaat wordt aan de certificaathouders uitgekeerd (na afhouding van de eigenaars-vergoeding). Van de jaarlijkse uitkering zullen bepaalde bedragen, opgenomen in een tabel die onder deze bepaling in de 'modaliteiten' wordt afgedrukt, terugbetaling van kapitaal uitmaken. Ook hier is er dus, luidens de bepaling 'van de jaarlijkse uitkering', geen formele terugbetalingsgarantie. Wanneer er bijv. gedurende een jaar geen opbrengst is dan zal de certificaathouder de emittent niet kunnen aanspreken tot betaling van de som die als terugbetaling van kapitaal in de tabel voor dat jaar in het vooruitzicht is gesteld.

(1) Onder meer ook de beheerscommissie van 3 % op de bruto-inkomsten en een vergoeding voor de eigenaar van 1,5 % (emissie Waregem - 0,5 % Ronse-Melsbroek - 1% Kontich-Bouge; het percentage ingehouden als eigenaar-vergoeding op het liquidatiesaldo bedraagt in de drie gevallen 0,75 %). Een vergelijking van deze eigenaarsvergoeding met die van de N.V. Het Onroerend Vermogen (2 %) moet omzichtig gebeuren. Wat door de eigenaar gedragen wordt aan kosten is in beide gevallen nl. niet hetzelfde. Zo wordt bijv. het commissaris-bankrevisor-honorarium door de N.V. Het Onroerend Vermogen ten laste genomen terwijl dit bij de onroerende-leasing-certificaten als debet op de exploitatiestaat komt. Anderzijds wordt bij deze laatste certificaten geen verdelingskost ten voordele van de bank aangerekend.

De emittent heeft immers slechts de verbintenis opgenomen de opbrengst die gemaakt wordt uit te keren.

Een andere vraag is de volgende. Wanneer een jaar zonder opbrengst gevolgd wordt door een 'goed' jaar zal men dan van de opbrengst van dit volgende jaar voorafnemen om de in het vooruitzicht gestelde maar niet gerealiseerde terugbetaling van het opbrengstloze jaar alsnog te verrichten? Argumenten zijn er voor een ja en voor een neen-antwoord. Voor een neen-antwoord zou aangevoerd kunnen worden dat er sprake van is, de jaarlijkse opbrengst te splitsen in terugbetaling enerzijds en rente anderzijds. Wanneer er dus geen opbrengst is vervalt de uitkering en meteen ook de splitsing daarvan. Een niet voorafnemen brengt echter een grote moeilijkheid mee vooral de volgende uitkeringen en, meer bepaald, voor de voorstelling van het deel der opbrengst dat "rente op het nog uitstaande kapitaal" heet te zijn. We hebben reeds gesteld dat de splitsing van de lease-opbrengst in terugbetaling en rente niet voorkomt op het vlak van de leasing-nemer. De leasing-nemer betaalt niet enerzijds kapitaal terug en anderzijds rente op uitstaand kapitaal, maar betaalt een percentsgewijze jaarlijkse, geïndexeerde, vergoeding op het geïnvesteerde bedrag. (eventueel gesplitst in gronden en gebouwen). Het is de leasing-gever en dus de certificaaathouder die voor eigen rekening en o.m. met het oog op minder fiscale last deze vaste lease-vergoeding splitst in terugbetaling en rente. Dit wil zeggen dat hij, wat na de zelf bepaalde 'terugbetaling' overblijft beschouwt als rente op het nog uitstaande zodat deze rente 'van boven naar onder' bekend wordt [bijv. (1) 1.879 (2.345 bruto uitkering-466 terugbetaling) betekent 7,5 % op 24.534 (25.000 initiëel kapitaal - 466)]. Loopt alles volgens de tabel dan kan ieder jaar een rente van bijv. 7,5 % op het nog uitstaande kapitaal uitgekeerd worden. Doet het zich voor dat er een jaar geen terugbetaling geschiedt en deze op de opbrengst van het volgende jaar niet vooraf wordt genomen dan wordt het uitstaande kapitaal verhoogd met het niet uitgekeerde deel van het opbrengstloze jaar. De leasingnemer die zelf niet op het uitstaand kapitaal rente betaalt zal zijn vergoeding niet verhogen. Voor de leasing-gever betekent zulks dan dat hij het bedrag dat hij als rente beschouwt over een groter deel uitstaand kapitaal moet uitstrijken en dientengevolge een lager percentage zal bekomen. Dit effect zal aanhouden voor de hele verdere duur van de leasing-operatie.

(1) Voorbeeld: de tabel op p. 17 van de prospectus 'Waregem'.

Hetzelfde effect zal men slechts voor één jaar, of tot zolang de terugbetaling 'bijgeraakt' is bekomen wanneer men wel tot voorafneming overgaat. Argument om dit te doen is de regel dat niet zozeer de jaarlijkse opbrengst maar in hoofdzaak de globale opbrengst (weliswaar praktisch in jaarlijkse stukken verdeeld) van het onroerend goed verdeeld wordt en dat dus de voorziene terugbetaling, waar mogelijk, moet gebeuren. Hoogstwaarschijnlijk zal dit ook de oplossing zijn die de initiatiefnemers, in de gestelde hypothese, zullen voorstaan. Immers, na een jaar niet-opbrengst zal het des te beter zijn een zo groot mogelijk deel van de opbrengst van het volgende jaar als terugbetaling te beschouwen: dit bedrag wordt immers belastingsvrij uitgekeerd zodat het dividend-voor-belasting zo integraal mogelijk wordt doorgegeven.

Het bedrag dat bij de onroerende-leasingcertificaten 'Waregem' tijdens de vaste huurperiode wordt terugbetaald is het in gebouwen geïnvesteerde deel van de inleg. Dit geschiedt op twintig jaar. De leasing-nemer kan dan nog tien jaar verder blijven 'huren' tegen een vergoeding percentsgewijs berekend op de kostprijs van de grond. Hij kan ook op dat ogenblik reeds de onroerende goederen overnemen tegen de geschatte waarde van de grond, minimum de initiële investeringsprijs ervan. Huurt hij liever nog tien jaar verder dan beschikt hij ook na deze tien jaar over deze optie.

Bij andere onroerende leasingcertificaten is deze dubbele optie niet voorzien, evenmin is tijdens de 30 jaar durende vaste huurtermijn een terugbetaling van het in gebouwen geïnvesteerde kapitaal voorzien. Hetgeen terugbetaald wordt ligt dan beduidend lager (1).

(1) Bijv. 9.170 F. per certificaat van 25.000 F. in de emissie 'Ronse-Melsbroek'; 9.564 F. in de emissie Kontich-Bouge; in de besproken emissie 'Waregem' bedraagt de terugbetaling 20.221 F. In de emissie Kontich-Bouge is, zoals in de emissie 'Waregem' een minimumbepaling betreffende de optieprijs opgenomen. Deze zal minimum de initiële kostprijs van gronden en gebouwen (K.-B.) bedragen.

De houders van onroerende-leasingcertificaten maken per emissie een algemene vergadering uit aan dewelke één enkele bevoegdheid is opgedragen, met name goedkeuring te geven aan een voorstel vanwege de beheerder der operatie tot eventuele voortijdige liquidatie van de verrichting, een wijziging in hun, op voorhand vastgestelde, rechten. Vermeld wordt dat deze algemene vergadering zal bijeengeroepen worden "zoals bepaald in de artikelen 92 en volgende van de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen". Bedoelde artikelen regelen de algemene vergadering van obligatiehouders. Niet in de modaliteiten van uitgifte vermeld maar wel in artikel 29, 4° van de statuten van Immolease-Trust N.V. is de bevoegdheid van de certificaathouders om de algemene vergadering van aandeelhouders dezer vennootschap met raadgevende stem bij te wonen (vergelijkbaar met art. 90 Venn.W., in fine, waar dergelijke bevoegdheid aan de obligatiehouders wordt verleend?). Deze bevoegdheden zijn aan de houders van certificaten door andere emissie-instellingen uitgegeven, niet toegekend.

Tot slot van de emissiemodaliteiten worden de waarborgen aan de certificaathouders aangeduid. Deze zijn dezelfde als bij de andere soorten certificaten, met name de solidaire borgstelling van de bank voor de verbintenissen van de emissievennootschap (doorgeven wat ze als opbrengst ontvangt) en het nazicht van de rekeningen der operatie door een bankrevisor.

b. De rechten van de certificaaathouders.

172.1. Reeds is gesteld dat bij sommige reeksen emissies, o.m. bij deze van het onroerend Vermogen en bij een paar van de N.V. Immolease-Trust een economisch automatisme ervoor zorgt dat de certificaaathouders zeker ^{hun} inleg terug zullen krijgen en, normalerwijze ook rente en een meerwaarde op hun kapitaal, zullen realiseren. Nog meer dan bij certificaten waar geen terugbetaling (zogenaamde terugbetaling als deel van de jaarlijkse opbrengst) en geen minimum-optievoorwaarden voorzien zijn krijgt men de indruk dat men economisch gesproken met een lening i.c. een obligatielening te doen heeft. Men kan stellen dat het de emissie-instelling in feite mogelijk moet zijn om certificaten in de vorm van obligaties uit te geven en minstens een vast rendement plus terugbetaling te garanderen. Meestal zal echter meer dan dat kunnen uitgekeerd worden: als de leasing-operatie goed loopt zal er een bijkomend "dividend" omwille van de indexering der huurvergoeding kunnen uitgekeerd worden.

In de prospectus der obligaties FINIMO, eveneens ter herfinanciering van onroerende leasing uitgegeven (zie hiervoor infra nr. 178) wordt zulks in het vooruitzicht gesteld en wordt daarom aan de obligatiehouder een tijdelijk winstbewijs meegegeven. Door het emitteren van dergelijke - aantrekkelijke (of aantrekkelijk voorgestelde) - geïndexeerde obligaties zou evenwel, volgens de Bankcommissie, de obligatiemarkt "verstoord" worden (1), wat dan wel zal betekenen dat de emissiecapaciteit van staatsobligaties zou in het gedrang komen. Wellicht kan hierin een reden gevonden worden voor het niet met obligaties vergelijken van de vastgoedcertificaten door de emissie-instellingen.

(1) Zie jaarverslag Bankcommissie 1967, p. 166-167.

Vastgoedcertificaten mogen dan economisch gezien op geïndexeerde obligaties gelijken (beter zijn dan gewone obligaties), formeel is er juridisch geen garantie van terugbetaling (1) (zijn ze blijkbaar minder zeker dan obligaties), zijn de certificaten geen schuldvorderingen uit een leningsovereenkomst, naar inhoud geen obligaties.

Weliswaar vormen de houders van onroerende-leasingcertificaten een algemene vergadering, die samengeroepen wordt op de wijze als voor een obligatiehouders-vergadering, hebben ze een goedkeuringsbevoegdheid m.b.t. de wijziging van hun vorderingsrecht en mogen ze de algemene vergadering van aandeelhouders der emissie vennootschap met raadgevende stem bijwonen, bevoegdheden die ook aan de obligatiehouders zijn verleend (2).

-
- (1) Soms wordt - buiten de prospectus - gesteld dat deze garantie er is. Bijv. in een bijlage van "Financieel Weekblad" (Bank van Brussel) nr. 17 (15 mei 1970) wordt gesteld: "De onroerende certificaten... garanderen U... een progressieve jaarlijkse terugbetaling van het kapitaal geïnvesteerd in gebouwen... de terugbetaling van het saldo, dus van het kapitaal geïnvesteerd in de terreinen".
- (2) Art. 93 Venn.W. dat de bevoegdheden van de obligatiehouders-vergadering aangeeft, spreekt van wijzigingen toestaan in de voorwaarden van de aflossing (der lening) (al. 3) en van de interest (al. 2). De bevoegdheid van de certificaathouders om tot voortijdige liquidatie over te gaan kan wellicht hieronder vallen. Deze bevoegdheid is evenwel beperkt: de certificaathouders kunnen alleen een voorstel dienaangaande vanwege de beheerder der operatie (niet de beheerder van de emissievennootschap) goed- of afkeuren. Buiten deze bevoegdheden zijn er aan de obligatiehouders-vergadering nog andere toegekend. De modaliteiten van uitgifte van onroerende leasing-certificaten spreken er niet over. Art. 90 verleent de bevoegdheid om de algemene vergadering bij te wonen.

172.2. Dit zijn echter geen decisieve criteria.

Immers de bevoegdheden aan de certificaathouders ingeruimd kunnen ook de bevoegdheden zijn van houders van winstbewijzen (1). Verder verwijst de prospectus van Immolease-Trust wel naar een artikel uit het hoofdstuk obligaties van de Vennootschapswet (art. 92 e.v.) maar anderzijds luidt de aanvang van dezelfde prospectus dat overeenkomstig art. 37 Venn.W. de inschrijvingen in dubbel moeten opgemaakt worden. Artikel 37 staat in de bepalingen betreffende de emissie van "aandelen, titels of winstbewijzen welke ook hun benaming zij" (art. 36) terwijl een volkomen gelijkkluidend artikel 85 te vinden is bij de regeling der uitgifte van obligaties. Men zou dan kunnen veronderstellen dat de verwijzing naar artikel 37 wel als de juiste beschouwd wordt terwijl de verwijzing naar art. 92 slechts zou geschieden omdat daar een eenvoudige en duidelijke regeling voor de bijeenroeping der algemene vergadering te vinden is, eenvoudiger althans dan de regeling in art. 73, al. 3 en de artikelen 70, al. 3, 70 bis, al. 1; 71, al. 2; 72, al. 2 (betreffende de opneming in de uitnodigingen van agenda-punten en waarvoor een eenvoudige clause te vinden is in art. 92 laatste alinea).

172.3. Maar hoe ook verwezen wordt naar artikelen uit de vennootschapswet, de certificaten zijn formeel niet te kwalificeren als obligaties of winstbewijzen. De emitterende vennootschap gedraagt zich immers niet dusdanig dat men zou kunnen aannemen dat de certificaten titels zijn die uitgegeven worden teneinde kapitaal (risicodragend of niet) in te zamelen om het vennootschappelijk doel te realiseren of om buiten-kapitaals-"inbrengen" te vergoeden.

(1) Titels "buiten kapitaal". De statuten kunnen stemrecht van de winstbewijzen vrij bepalen, i.c. zou dus een raadgevende stem bepaald zijn. Verder mogen de houders van winstbewijzen deelnemen aan de vergadering van hun categorie wanneer het gaat om hun rechten te wijzigen (art. 71 Venn.W.). Dit zou hier de bijzondere vergadering tot goedkeuring van een voortijdige liquidatie zijn. Zie ook J.J. STRYCKMANS, Les valeurs mobilières en droit belge, in Le régime juridique des titres de sociétés en Europe et aux Etats-Unis, Brussel, 1970, 415-511, p. 429.

Alhoewel bij de onroerende-leasingcertificaten verwezen wordt naar artikel 37 Vennootschapswet waardoor men de indruk zou kunnen krijgen dat het om titels van de emissievennootschap gaat worden deze emissies (net zomin als de andere vastgoed-certificaat-emissies) niet voorafgegaan door de bij artikel 36 (art. 84 voor obligaties) voorgeschreven nota in de bijlagen van het Belgisch Staatsblad, wordt er geen laatste balans van de emissievennootschap gepubliceerd enz..., vereisten die voor titels van vennootschappen nodig zijn. De certificaatemissie is er, in de optiek van de emissie-instellingen, niet voor de realisatie van het vennootschappelijk doel, zij is, maakt deel uit van, het doel der vennootschap, die zich als trustee beschouwt.

Artikel 3 der statuten van het Onroerend Vermogen luidt: "De vennootschap heeft tot doel het aankopen en de constructie van onroerende goederen en de uitgifte van certificaten die aan de houders ervan recht geven op de opbrengst en inkomsten, van welke aard ook, van die onroerende goederen, tegen de overeengekomen voorwaarden" (1). Een verdere alinea bepaalt de modaliteiten volgens dewelke aankopen en constructie mogen worden verricht, zodat dat het om onroerende leasing gaat. En het artikel vervolgt met: "De verrichtingen van de vennootschap zullen uitsluitend verwezenlijkt worden door financiële middelen ingebracht door de inschrijvers op certificaten" (2). Nog sterker komt dit trust-karakter tot uiting in artikel 3 der statuten van Immolease-Trust, luidend: "De vennootschap heeft als voorwerp de onroerende leasing voor rekening van derden-beleggers..." "Deze operaties zullen uitsluitend gerealiseerd worden met vreemde middelen".

-
- (1) Ongeveer gelijkloidend met art. 3, al. 1 der statuten N.V. Het vastgoedcertificaat, Bijlagen B.S., 16 juli 1965, nr. 24168, p. 1396. Reeds bij de bespreking van de rechten der certificaaathouders bij de herfinanciering langs de vereniging in deelneming - organisatie werd gewezen op dit trust-karakter.
- (2) Daaraan wordt toegevoegd dat de vennootschap leningen zal mogen aangaan met het oog op de voorfinanciering (zie nr. 17). Art. 11 handelt over de bevoegdheid van de Raad van Beheer m.b.t. de emissie van certificaten.

Zoals voor de certificaten van de vereniging in deelneming-herfinanciering is ook bij de thans besproken emissie-instellingen in de statuten een bepaling opgenomen luidens dewelke de vennootschap zich zal onthouden van iedere andere activiteit die voor haar een commercieel risico betekent.

Derden zullen zich daaraan moeten houden: de vennootschap zal immers niet geldig gebonden zijn voor contracten die ze, met overschrijding van deze bepaling (het maatschappelijk doel), afsluit met de derden die van deze bepaling wisten of er, gezien de omstandigheden, niet onkundig van konden zijn (bewijs te leveren door de vennootschap - gewone publicatie van de statuten is geen voldoende bewijs) (1).

Meestal zullen derden, zeker de derden waarmee doorgaans de contracten voor de operatie worden afgesloten, wel op de hoogte zijn van deze bepaling der statuten, van het trustkarakter der vennootschap. De mogelijkheid dat dit zo zal zijn wordt nog vergroot door het feit dat voor de eigenaar-emittent de beheerder van de operatie zal optreden, en, normalerwijze, bij de aanduiding van zijn opdrachtgever ook de trust-hoedanigheid van deze laatste zal (of: zal kunnen) vermelden.

172.4. Weer komen we dan terug bij de "schuldvordering" der certificaathouders tegenover de emissie-vennootschap als dusdanig en staan we voor dezelfde keuze als bij de certificaten van de vereniging in deelneming-constructie: ofwel schuldvordering uit een onbenoemd 'certificerings'-contract ofwel schuldvordering uit een vennootschapsovereenkomst. Ook hier kiezen we voor de eerste oplossing en om dezelfde reden bij het bespreken van de andere certificaten (2). Dat de houders van onroerende-leasingcertificaten een vergadering uitmaken per reeks lijkt ons

(1) Nieuw art. 63 bis Venn.Wet (Aanpassing eerste E.E.G.-richtlijn, voor het ontwerp, zie Doc. Kamer, 1969-1970, nr. 700 en Doc. Senaat, nr. 440).

(2) Nr. 15.

niet van zodanig belang te zijn dat men van een vennootschap tussen alle certificaathouders (van de welbepaalde emissie) en de emittent zou moeten spreken. Deze vergadering is niet als regelmatige vergadering geïnstalleerd, ze bestaat enkel, moet enkel samengeroepen worden, voor de goedkeuring van de voortijdige liquidatie van het onroerend complex, en dit op voorstel van de beheerder der operatie. Ze is niet de uitdrukking van een ab initio bestaande band tussen de certificaathouders onderling: de emittent heeft met alle certificaathouders afzonderlijk een overeenkomst met dezelfde inhoud gesloten, zijn verbintenis om opbrengst uit te keren is tegenover ieder individueel certificaathouder opgenomen. Anderzijds is de verbintenis van de emittent om voor rekening van de certificaathouders, in hun belang, zijn eigendom aan te wenden een ondeelbare verbintenis en het is om wijzigingen in deze verbintenis soepel te laten verlopen dat de vergadering van certificaathouders - t.a.v. één enkele wijziging, de voortijdige liquidatie - is ingesteld. Dergelijke ingrijpende wijzigingen in de verbintenis kunnen enkel door ieder der schuldeisers van de ondeelbare verbintenis voor zichzelf gesteld worden. Men kan dan natuurlijk reeds van bij het begin der overeenkomst zulke wijzigingen voorzien en de toestemming ervoor verkrijgen, al dan niet met de beperking dat een trustee als mandaathouder van de schuldeisers (waarbij het mandaat dan ook verleend wordt in dezelfde overeenkomst) er over zal waken dat deze wijziging slechts in het belang van de schuldeisers zal geschieden. Deze oplossing werd bij de andere soorten van certificaten aangehouden. De andere mogelijkheid is de wijziging aan de toestemming van de schuldeisers te onderwerpen maar daar dit de tussenkomst van alle schuldeisers veronderstelt en zulks in de gegeven omstandigheden (bij de vastgoedcertificaten) niet haalbaar zal zijn moet er wel een vergadering ingesteld worden waarin een meerderheid kan beslissen.

gefinancierd wordt (1). De overige 80 miljoen worden ontvangen uit een obligatielening ten belope van dit bedrag, obligatielening waartoe de dag zelf van de oprichting der vennootschap wordt besloten.

De obligaties, aan toonder, zijn van 100.000 fr. per stuk; ze dragen een rente van zeven en een half procent. Aflossing van de lening geschiedt door loting.

179. Drie verdere elementen in de juridische organisatie van de leasing-herfinanciering, vergen speciale aandacht: alle drie zijn het innovaties. In de eerste plaats is er het feit dat de bank van de organiserende financiële groep, de Kredietbank, optreedt als trustee (2) van de obligatiehouders, iets wat tot dan toe slechts bij internationale geldleningen het geval was (3). In de tweede plaats wordt ervoor gezorgd dat de indexatie van de leasing-vergoeding de obligatiehouders ten goede komt door het feit dat hen, samen met de obligatie, tijdelijke winstbewijzen worden afgegeven. In de derde plaats is er het realiseren van de "dummy corporation"-techniek waardoor de leasing-nemer niet het onroerend goed zelf, rechtstreeks, overneemt maar wel het aandelenpakket in de eigenaarsvennootschap.

(1) Het kapitaal is verdeeld in 800 aandelen aan toonder, met nominale waarde van 10.000 fr.

(2) Over de -vaak ten onrechte-gebezigde- aanduiding als 'trustee', zie G. VAN HECKE, *Problèmes juridiques des emprunts internationaux*, Leiden, 1955, p. 255. Ook de verder besproken trust-overeenkomst bij de Finimo-obligaties lijdt aan het bij de voornoemde auteur geciteerde euvel dat de trustee veel mogelijkheden maar weinig verplichtingen heeft. Hij kan maar moet meestal niet optreden.

(3) Aldus de mededeling in Weekberichten, loc. cit.

180. De voorliggende trustovereenkomst tussen debitrice en bank vertoont m.b.t. de strict juridische bepalingen een zeer sterke gelijkenis met trustaktes bij internationale geldleningen, zoals die door dezelfde financiële instelling werden opgesteld (1). Zoals bij deze laatste aktes vermeldt de trust- en leningsovereenkomst tussen Finimo en Kredietbank dat de obligatiehouders gebonden zijn door de bepalingen van deze overeenkomst (art. 9), dat de trustee onherroepelijk volmacht gekregen heeft om, in zijn persoonlijke naam maar voor rekening van de obligatiehouders en te hunnen bescherming (art. 10 en 11) op te treden zonder daarvoor, behalve in uitzonderlijke gevallen (2), op een verzoek of op de toestemming vanwege de obligatiehouders te moeten wachten (3). Alhoewel de trustee in eigen naam optreedt zullen de binnen de perken van zijn bevoegdheid verrichte handelingen en aangegane overeenkomsten voor de obligatiehouders rechtstreeks gevolgen ressorteren, aldus artikel 11 van de overeenkomst (4). Tenslotte is er in artikel 21 een aansprakelijkheidsbeperking opgenomen (5) (6).

-
- (1) Een beschrijving daarvan vindt men bij W. VAN GERVEN, De trustee bij internationale, in de Europese rekeneenheid uitgedrukte, geldleningen, T.P.R., 1964, p. 165-192, waar gebruikt werd de akte bij de "Norges Kommunalbank" obligatielening (1 nov. 1963).
- (2) In de door W. VAN GERVEN besproken Norges Kommunalbank trustakte werd voor deze gevallen verwezen naar het Luxemburgse recht, met name al. 1 tot 5 en 7 van art. 88 Luxemburgse Vennootschapswet en verder was toestemming van de obligatiehouders vereist om een faillissementsprocedure tegen de debitrice in te leiden. In het voorliggende trustcontract is deze toestemming eveneens vereist voor een faillissementsprocedure en verder voor de gevallen, geregeld in art. 93, al. 1-4 Vennootschapswet.
- (3) Voor zover door W. VAN GERVEN de Norges Kommunalbank trustakte geciteerd wordt (art. cit., p. 178-184) en een vergelijking dus mogelijk is lijkt de hier voorliggende trustovereenkomst woordelijk de bovengenoemde trustakte te volgen.
- (4) (5) (6) ./.

-
- (4) Over de geldigheid daarvan, zie W. VAN GERVEN, art. cit., p. 184-186.
- (5) De trustee is "niet verder aansprakelijk dan voor de schade veroorzaakt door haar opzet of grote schuld (in de Norges Kommunalbank trustakte: "kwade trouw of zware nalatigheid") en is niet verantwoordelijk de nalatigheid van personen of instellingen die te goeder trouw door haar gekozen werden om rechten uit te oefenen of verplichtingen na te komen die de trustakte aan de trustee toekent, respectievelijk oplegt". Zie daarover W. VAN GERVEN, art. cit., p. 191-192.
- (6) Sommige bevoegdheden die aan de trustee worden verleend, bevoegdheden welke de vertegenwoordiger van de obligatiehouders luidens de bepaling van art. 93, 6° Venn.-W. niet bezit, worden in het "Wetsontwerp tot wijziging van de wetgeving betreffende de handelsvennootschappen" aan de vertegenwoordiger van de een "massa"uitmakende obligatiehouders (obligaties van dezelfde uitgifte) verleend, zo o.m. de bevoegdheid bewarende maatregelen te nemen en de (meer algemeen omschreven) bevoegdheid om ten processe voor de obligatiehouders op te treden. Zie hiervoor art. 327 van het ontwerp.

Anders dan bij de internationale geldleningen is de controletask van de trustee op de debitrice bij de Finimo obligaties uitgebreider "daar het onroerend goed in dit geval de bijzonderste waarborg uitmaakt van de obligatiehouders" (1). Inderdaad, uit de financieringswijze mag wel blijken dat de obligatiehouders die tien elfden van het vennootschapsvermogen aanbrengen, vermogen waarmee de onroerende goederen worden gebouwd, slechts van het welslagen dezer onroerende operatie terugbetaling mogen verwachten. Over de correcte uitvoering van deze operatie waakt de trustee. Zonder haar toestemming mag de eigenaar het onroerend goed niet van bestemming veranderen, niet verbouwen of slopen en verder hoeft de trustee op de hoogte gehouden te worden van alle aangelegenheden die van enig belang voor de obligatiehouders kunnen zijn. (art. 14, lid 10 en art. 16). Tot zekerheid dat de gelden van de operatie rechtstreeks aan de obligatiehouders ten goede komen, en niet aan het risico van een tussenschakel, de eigenaars-N.V., worden onderworpen, is het volgende bepaald. In handen van de trustee moet de leasing-nemer de verschuldigde vergoeding betalen (2), waarbij de trustee dan zal zorgen dat deze vergoedingen bij voorbaat ter voldoening van de obligaties worden aangewend. (art. 15). De verzekeringen voor de onroerende goederen moeten ten voordele van de trustee gesteld zijn en deze laatste krijgt volmacht om de rechten die de eigenaar uit het verzekeringscontract krijgt, zelf uit te oefenen en gelden te ontvangen. T. o. v. de onroerende goederen heeft de trustee, in het belang van de obligatiehouders, hypothecaire volmacht van de debitrice gekregen. Tenslotte kan de trustee bij nalatigheid van de eigenaar, of in sommige andere gevallen (3), terechtkomen tot de aflossing van alle nog uitstaande obligaties kunnen vorderen (art. 12).

(1) Weekberichten, boven geciteerd.

(2) Krachtens schuldvorderingsoverdracht vanwege de eigenaars-N.V. De trustee heeft zulks betekend aan de erfpachter, leasing-nemer.

(3) Een van deze gevallen, nogal kras, is wanneer de debitrice binnen de veertien dagen nadat zij daarom door de trustee schriftelijk was verzocht, de door de trustee gevraagde noodzakelijke inlichtingen niet heeft verschaft.

In zijn toezichtstaak kan de trustee zich laten bijstaan door deskundigen. Eventueel zal hij ook overleg plegen met de commissaris-bankrevisor die de rekeningen der vennootschap controleert.

181. Een tweede innovatie werd genoemd de (kosteloze) afgifte van tijdelijke winstbewijzen aan de obligatiehouders. Deze winstbewijzen zijn tijdelijk omdat hun functie erin bestaat de indexatie van de lease-vergoeding aan de obligatiehouder door te geven: deze lease-vergoeding en de obligaties zelf lopen tot 1992 (25 jaar). Anderzijds behouden de obligatiehouders hun winstbewijs ook gedurende dezelfde periode, al werd hun obligatie eventueel veel vroeger, bij uitloting, terugbetaald. De financiële aanspraken van de winstbewijzen zijn de volgende. Na aftrek van de nodige gelden voor rente-uitkering op de obligaties en aflossing ervan en na aftrek van gelden voor reservering wordt de winst der vennootschap aangewend om aan de (kapitaals-)aandeelhouders een cumulatief dividend van 7 % uit te keren (1). Wat daarna overblijft wordt voor tien elfden gelijkmatig over de houders van winstbewijzen verdeeld (het aandeel van de obligatiehouders - houders van winstbewijzen in de totale financiering). Het saldo is dan weer bestemd voor de (kapitaals-)aandeelhouders. Deze uitkering aan de houders van de winstbewijzen zal enkel gebeuren indien er zich een indexatie van de erfpachtvergoeding heeft voorgedaan. De indexatieclausule luidt dat drie vierden van deze vergoeding aan de evolutie van het indexcijfer der kleinhandelsprijzen zal aangepast worden telkens zich een wijziging van minimum 5 % t.o.v. de basisindex (februari 1968) voordoet.

(1) Immolease N.V. ontvangt 2,5 % van de erfpachtvergoeding, als beheersvergoeding (voor de winstverdeling).

Aan de winstbewijzen is geen stemrecht in de gewone algemene vergadering verleend (conform aan art. 75, lid 1 Venn.-W.). Wel hebben ze stemrecht in de buitengewone algemene vergadering waarop aan de verhouding van kapitaalsaandelen en winstbewijzen veranderingen zouden worden aangebracht. Artikel 28 van de statuten van Finimo N.V. neemt in dit verband de bepalingen van art. 71 Venn.-W. over. Dat daarbuiten de rechten van de winstbewijzen niet gewijzigd worden, daarover waakt een commissaris-bankrevisor en verder heeft de trustee van de obligatiehouders ook hier een toezichtstaak uit te oefenen.

183. Een derde als belangrijk aangeduid element was het realiseren van de 'dummy-corporation'-techniek (1). Dit bleek al uit het feit dat niet de 'dummy' maar wel de trustee de erfpachtvergoedingen mag ontvangen. Ook bij de eventuele overname van de onroerende goederen door de leasing-nemer komt dit tot uiting. Zijn optie bestaat hierin dat hij niet de onroerende goederen zelf maar wel de aandelen van de lease-bezorger, d.w. Immolease N.V., mag overnemen, in het besproken geval tegen de op het ogenblik van de optie getaxeerde waarde van de grond. De N.V. Finimo is in dit geval dus slechts een "parkeergelegenheid" voor het onroerend goed.

184. Tenslotte zij nog gewezen op de verdeling van de lease-vergoeding tussen jaarlijkse vergoedingen en optieprijs. De jaarlijkse vergoedingen liggen van bij het begin vrij hoog: 10 % van de investering (bedongen in 1967). Gedurende de vaste erfpachttermijn wordt dus wel goed "terugbetaald". De optieprijs voor het

(1) Over deze techniek, zie POLIN S., *Le Leasing*, Verviers, 1970, p. 21 en 23.

aandelenpakket van Immolease is dan de op dat ogenblik getaxeerde waarde van de grond. Maar door deze aandelen over te nemen 'verwerft' de leasing-nemer de vennootschap en o.m. de 34 miljoen reserves van deze laatste. Voegt men daaraan toe dat de prijs van de aankoop der gronden in het begin der operatie "ongeveer 33 miljoen" bedroeg dan blijkt dat de overnameprijs in feite de meerwaarde is die op de gronden werd gerealiseerd.

De obligatiehouder, die mee geniet van de hoge jaarlijkse vergoeding en, via de winstbewijzen ook van de indexatie daarvan, heeft geen deel in de meer- of minderwaarde bij de verkoop van het onroerend goed. Voor het optielichten vervallen de winstbewijzen en de obligaties worden ook voordien, a pari, terugbetaald.

b. De Immobiliën investeringseenheden.

1. Beschrijving.

185. Tot nu toe kende men twee reeksen emissies van deze "eenheden", de ene van de N.V. Lendit Korbeek-Lo, ter financiering van een 'super bazar center' te Korbeek-Lo, de andere van de N.V. Lendit Gosselies-Turnhout, ter financiering van een 'super bazar' te Gosselies en een supermarkt te Turnhout (1). De investeringen bedroegen in het eerste geval 128 miljoen, in het tweede 175 miljoen waarvoor dan respectievelijk 3.200 eenheden aan 40.000 fr.

per stuk en 7.290 eenheden aan 24.000 fr. per stuk werden aangeemaakt. Beide emissies hadden plaats in 1970; in beide gevallen was GB Bedrijven de leasingnemer. Bij de hiernavolgende beschrijving werd de prospectus van de emissie Lendit Korbeek-Lo gebruikt. Deze operaties verlopen onder patronage van de Gen. Bankmaatschappij. Voor de organisatie van de lease- en financieringsoperatie wordt per project een eigenaarsvennootschap opgericht, die ook de emissievennootschap zal zijn. De N.V. Lendit Korbeek-Lo is een burgerlijke vennootschap onder handelsvennootschapsvorm opgericht

(1) Daarnaast bestaan nog de N.V.'s Lendit (opgericht 19-3-67), Lendit-Cointe (3-3-69), Lendit-Turnhout (30-7-69) en Lendit-Kraaibel (23-1-70). Deze leasing-vennootschappen zijn (tot nu toe) niet tot de emissie van investeringseenheden overgegaan.

die statutair enkel voor doel heeft de aankoop van het te Korbeek-Lo gelegen terrein, het bouwen daarop van het handelscomplex, het verhuren of in erfpacht geven van deze onroerende goederen en de verkoop ervan op het einde van de huur- of erfpachtsperiode.

Door de emissie van de zogenaamde investeringseenheden worden de nodige gelden voor de financiering aangetrokken (1). Deze immobiliën investeringseenheden bestaan uit twee waardepapieren, die tesamen worden aangeboden (1 bis), enerzijds een geïndexeerde schuldvorderingscertificaat (obligatie) ter waarde van 35.000 fr., een schuldvordering op de N.V. Lendit, en anderzijds een aandeel van deze vennootschap, een aandeel aan toonder, zonder nominale waarde, te koop aangeboden aan 5.000 fr. (2). De functie van beide stukken is de volgende. Op de schuldvorderingscertificaten, die van in het begin 7,25 % bruto rente dragen, wordt de lease-vergoeding gedurende de vaste 'huurperiode' uitgekeerd (3). Deze lease-vergoeding is geïndexeerd en zo ook is de rente op deze certificaten geïndexeerd (4). Wat na betaling van deze rente en de aflossing van de lening (aflossing geschiedt bij wijze van uitloting, progressief, om de vijf jaar en vanaf 1980 tot 2000) wordt uitgekeerd als dividend op de aandelen. Dit zal evenwel de eerste jaren niets, later niet veel, zijn. De eigenlijke functie van de aandelen ligt op het tijdstip van de mogelijke overname van de onroerende goederen door de leasing-nemer. Deze optieprijs

(1) Dit gebeurt nadat men reeds met de bouw bezig is. Intussen wordt de operatie gefinancierd door een bankkrediet. De definitieve financiering wordt verzekerd doordat de bank de immobiliere investeringseenheden vast zal opnemen. Zodoende genieten de "eenheden" reeds vlug opbrengst.

(1 bis) En slechts tesamen kunnen verhandeld worden, op een markt die door de bank zal georganiseerd worden. Na de eerste uitloting van schuldvorderingscertificaten kan de bank evenwel overwegen afzonderlijke verhandeling van aandelen en certificaten te organiseren.

(2) Voor de emissie Gosselies-Turnhout zijn deze bedragen resp. 21.000 fr. en 3.000 fr. Uiteraard wordt op deze bedragen een commissieloon van 3 % ten voordele van de bank, die de "eenheden" plaatst, aangerekend.

(3) Deze lease-vergoeding bedraagt 8,3 % van de globale investering.

(4) Er is een tweejaarlijkse aanpassing aan het indexcijfer der kleinhandelsprijzen, met als basis de index van januari 1970.

zal de op dat ogenblik getaxeerde waarde van de grond zijn. Na ontvangst daarvan zal de vennootschap geliquideerd worden (1) en dit bedrag zal aan de aandeelhouders worden uitgekeerd. Rekent men dat de initiële waarde van de terreinen (aankoopprijs) ongeveer 33 miljoen bedraagt en de optieprijs wel niet daaronder zal liggen, dat anderzijds op dat ogenblik de lening van de N.V. Lendit zal afgelost zijn en haar maatschappelijk kapitaal, dat dus terug zou moeten uitbetaald worden, 16.250.000 fr. bedraagt, dan kan men zien dat de aandeelhouder wel minimaal het dubbele van zijn inleg zal terugkrijgen (na dertig jaar). De aandelen dienen dus hoofdzakelijk om de eventuele meerwaarde van de terreinen na overname door de leasing-nemer aan de beleggers ten goede te laten komen.

186. Bij de organisatie van deze herfinanciering zijn nog twee andere vennootschappen betrokken. Een eerste is de N.V. GENFIMO, een fiduciaire die kort voor de emissie Korbeek-Lo werd opgericht (2). Haar taak is te waken over de goede uitvoering van de leasing-operatie. Zij zal ervoor zorgen dat de ontvangen vergoedingen door de N.V. Lendit Korbeek-Lo in de eerste plaats worden aangewend voor de betaling van de rente aan de certificaathouders. Hiertoe zullen deze vergoedingen als pand dienen ten voordele van deze certificaathouders en de N.V. Genfimo heeft de bevoegdheid ze ook zelf te innen. N.V. Genfimo heeft ook in het belang van de certificaathouders hypothecaire volmacht t.o.v. de onroerende goederen gekregen. Verder mag de N.V. Lendit de onroerende goederen niet vervreemden of belasten, mag ze ook geen wijzigingen aan de erfpachter toestaan zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de N.V. Genfimo. Ook is toestemming van deze laatste

(1) De N.V. Lendit Korbeek-Lo werd opgericht voor een termijn van 30 jaar, de tijd van de erfpacht. Ze kan slechts verlengd worden om haar doel tot een goed einde te brengen maar zonder dat deze verlenging de twee jaar mag overschrijden.

(2) Haar aandelen worden voor 94 % door de Generale Bankmaatschappij gehouden.

vereist voor elke geldplaatsing. Tenslotte is met G.B. Bedrijven overeengekomen dat deze, bij niet betaling van twee trimestriële schijven van de lease-vergoeding, haar erfpachtsrecht zal cederen aan een door de N.V. Genfimo aangeduide nieuwe erfpachter (1).

Een tweede toezichthoudende vennootschap is de N.V. SYGEMO, een immobiliënnvennootschap, eveneens behorend tot de groep van de Generale Bankmaatschppij. Terwijl de N.V. Genfimo meer de financiële aspecten van de operatie controleerde, is het controlegebied van de N.V. Sygemo het immobiliere aspect. Deze vennootschap zal tijdens de bouwperiode -de bouw verloopt onder verantwoordelijkheid van en volgens de plannen aangebracht door G.B. Bedrijven- de lastencohiers, de aannemingscontracten en facturen controleren en op de werkzaamheden zelf toezicht houden. Verder zal de vennootschap, "in het belang van de houders van investeringseenheden" de nakoming door de erfpachter van diens onderhoudsverplichtingen, het onderschrijven van verzekeringspolissen en het op zich nemen van grote herstellingen door de erfpachter controleren.

Voor deze activiteiten worden beide vennootschappen vergoed met een bedrag dat, voor ieder, twee procent omvat van de bruto-ontvangsten der eigenaarsvennootschap. SYGEMO N.V. ontvangt bovendien 3 % van het saldo dat bij liquidatie der vennootschap aan de aandeelhouders boven het bedrag van hun inleg zou terugbetaald worden, dit als vergoeding voor de door deze N.V. aan Lendit verrichte diensten door het initiatief tot oprichting van Lendit Korbeek-Lo te nemen.

(1) Aldus de mededelingen op p. 8 van de emissieprospectus.

2. problemen in verband met de Naamloze Vennootschap-constructie.

187. Voor de hier besproken vastgoedbelgging wordt de naamloze vennootschap aangewend. Het zuiver aanwenden van deze figuur werd vroeger ⁽¹⁾ als niet dienstig voor de organisatie van een beleggingsfonds aangemerkt. Met zuivere aanwending wordt bedoeld dat al het nodige geld voor de belegging verzameld wordt door een aandelen-emissie en dat de beleggers aandeelhouders worden. Voor een 'open-end'-beleggingsfonds is daar de moeilijkheid dat royement en regelmatig aanmaken van participaties, hier: aandelen, door de wettelijke bepalingen i.v.m. inkoop van eigen aandelen en kapitaalsverhoging bemoeilijkt worden. Daarbij stelt zich voor een fonds in N.V.-vorm ook nog het probleem van de waardering van aandelen die ter gelegenheid van de uitbreiding van het beleggingsvermogen worden uitgegeven.

In het geval van de N.V. Landit Korbeek-Lo gaat het om een "gesloten" of "closed-end" 'fonds' dat slechts één beleggingsobject heeft zodat geen problemen van royement en aandelenwaardering kunnen optreden.

Blijft dan echter de fiscale problemen van de dubbele belasting, vennootschaps- en dividendbelasting, op de vastgoedopbrengst en verder de aan de aandelen verbonden medezeggenschapsrechten die, zeker wanneer de belegging zich tot kleine spaarders richt, als ongewenst mogen worden beschouwd (2).

(1) Zie nr. 15.1., Duitse vastgoedbeleggingsfondsen.

(2) Zie nr. 4.2.

188. Het fiscale probleem wordt bij de Lendit-emissies ontweken door het feit dat het leeuwe-aandeel van de voor de financiering nodige gelden niet langs aandelen maar wel langs de schuldvordering certificaten aan de vennootschap toestromen. Schuldvorderingscertificaten, die in handen van de aandeelhouders zijn, zowat volgens het procédé waarbij een moedermaatschappij aan haar dochter met klein aandelenkapitaal, grote leningen toestaat. Rente op deze certificaten en aflossing van de schuld vormen, binnen de toelaatbare marges, een fiscaal aftrekbare last voor de vennootschap. Wel is er de roerende voorheffing op de opbrengst der certificaten. Op de winst die na aflossing van de lening en rentevergoeding overblijft wordt natuurlijk vennootschapsbelasting geheven en verder, in hoofde van de aandeelhouder, roerende voorheffing, maar, zoals reeds gesteld, zal deze winst, zeker de eerste jaren, niet belangrijk zijn. Op het saldo bij liquidatie van de vennootschap wordt eveneens vennootschapsbelasting geheven, ten belope van 30 % op het te verdelen deel dat met de reserves overeenkomt en ten belope van 15 % op het overschot. In hoofde van de belegger worden de bij liquidatie verdeelde gelden evenwel niet meer belast (1). Al met al verschilt dit fiscale stelsel dus niet zoveel van dit der vastgoedcertificaten waar eveneens op de jaarlijkse opbrengst de roerende voorheffing wordt afgehouden (eveneens geen vennootschapsbelasting) en waar diezelfde belasting de op het eind der operatie (bij verkoop van de onroerende goederen) gerealiseerde meerwaarden heft.

(1) Zie de prospectus, p. 11.

189. Beleggers zijn aandeelhouders

De beleggers in immobiliën investeringseenheden zijn aandeelhouder van de eigenaarsvennootschap. Van de 3250 uitstaande aandelen zijn er 3200 -theoretisch- bij het sparend publiek verspreid; vijftig blijven in handen van de organiserende groep.

Van enige ernstige zeggenschapsrechten ten voordele van de beleggers is evenwel niet veel sprake. Door de opdracht aan de N.V. Sygemo wordt het dagelijks beheer van de onroerende goederen buiten de vennootschap georganiseerd, d.w.z. buiten toezicht van de algemene vergadering. Anderzijds wordt door de opdracht aan de N.V. Genfimo het nemen van belangrijke beslissingen i.v.m. de onroerende goederen en zelfs het beleggen der gelden van de (voorafgaandelijke, schriftelijke) toestemming van Genfimo, een 'derde', afhankelijk gemaakt. Genfimo zelf heeft bovendien blijkbaar het alleenrecht om een andere erfpachter aan te duiden. Houdt men rekening met deze opdrachten, waarvan de modaliteiten niet verder omschreven worden, o.m. de opzegbaarheid en de aansprakelijkheid, dan blijft aan de vennootschap niet veel beslissingsrecht meer over. Als er dan nog beslissingen te treffen zijn dan zullen dit, uit de aard der zaak - de leasingoperatie is verder niets anders dan gelden ontvangen en de erfpachter controleren - welke taken aan de beide bovengenoemde N.V.'s zijn opgedragen -, belangrijke beslissingen zijn die een wijziging van de statuten nodig maken (de statuten zijn hiertoe nogal eng opgesteld). En deze wijziging moet beslist worden met een -statutair beschreven- meerderheid van 99 % der stemmen op de buitengewone algemene vergadering. Zelfs indien alle beleggers (3200 stemmen) op deze vergadering aanwezig of vertegenwoordigd zouden zijn dan zouden zij nog de medewerking van de organiserende groep moeten bekomen (50 stemmen) om tot de vereiste gequalificeerde meerderheid (3218 op 3250) en tot een beslissing te kunnen geraken.

190. Hier willen we even stil bij blijven staan. De taakomschrijving van Genfimo N.V. lijkt erg op die van de Kredietbank N.V. als trustee voor de Finimo-obligatiehouders. Nochtans wordt Genfimo in de bekendmaking van de emissie in de Bijlagen van het Staatsblad niet, ook niet als trustee, vernoemd (1). Evenmin wordt van deze N.V. gesproken in de tekst zelf van het schuldvorderingscertificaat. Ook in de emissieprospectus, waar de taakomschrijving summier wordt aangegeven, is er geen aanduiding als trustee; de taak is "het toezicht houden op het goede verloop van de operatie". Bij sommige van de gedetailleerde bevoegdheden leest men dat Genfimo dit of dat mag doen in het belang van de houders der certificaten (2).

-
- (1) Interessant detail daarbij is dat de tekst van deze bekendmaking, in tegenstelling tot wat gebruikelijk is, in de aanhef niet vermeldt krachtens welk artikel van de Handelsvennootschapswet het bericht wordt gepubliceerd. De certificaten zijn eigenlijk obligaties maar de opbrengst ervan is geïndexeerd: aan te nemen is dat het omwille van het ongenoegen der Bankcommissie m.b.t. "geïndexeerde obligaties" is dat de stukken niet als obligatie worden aangemerkt en dat art. 84 Venn.-W. (bekendmaking emissie obligaties) wijselijk vergeten is (voor de certificaten kon ook art. 36 -aandelen-emissie- niet van dienst zijn).
- (2) Bij de vermelding van de opdracht aan de N.V. Sygemo wordt wel gesteld dat deze "ter bescherming van de belangen van de houder der investeringsseenheden" de goede uitvoering door de erfpachter van diens verplichtingen controleert.

Als trustee zou haar taak erin bestaan de geldleners tegen de vennootschap te beschermen maar hier zijn de geldleners terzeldertijd de (dragers van de) vennootschap, zij hebben 98,5 % van het aandelenbezit in handen. Tegen zichzelf hoeven ze niet "beschermd" te worden (1). Nu is het niet ongebruikelijk dat de kapitaalverschaffers van een vennootschap wanneer ze terzeldertijd de geldleners zijn, voor zichzelf -- in deze laatste hoedanigheid -- belangrijke zekerheden bedingen. Waar dit gebeurt bestaan deze zekerheden dan uit een fikse rente en een goede hypotheek maar niet uit een zichzelf als aandeelhouders ontnemen van belangrijke zeggenschapsrechten (2).

De N.V. Genfimo hoeft niet aangeduid te worden als trustee van geldleners. Zij zorgt gewoon voor de goede afloop van de operatie en dit als (vertegenwoordiger van de) initiatiefnemende groep. Het is deze groep die de leasing en de herfinanciering beredert en hiervoor gelden aantrekt van beleggers die 'beleggers' blijven ook in de uitgewerkte vennootschapsorganisatievorm; echte aandeelhouders (zoals die overigens nog slechts in de 'haute finance' en verder in de vennootschapswet bestaan) worden de beleggers niet omdat dit niet de bedoeling is.

-
- (1) Men zou kunnen overwegen dat de houders van schuldvorderingen beschermd dienen te worden tegen diegenen die hun certificaat reeds afgelost zagen en nog blijven zitten met een aandeel dat niet al te interessante dividenden oplevert. Daar de gemiddelde leefduur van een certificaat, ten gevolge van de aflossingsmodaliteiten, twintig jaar bedraagt, is een gevaar, als hier bedoeld, niet zo reëel.
- (2) Tenzij het kapitaal dat de aandeelhouders (terzeldertijd obligatiehouders) bezitten niet zo groot is en ze zich willen beveiligen tegen overrompeling.

De vennootschapsvorm leek voor het organiseren van de herfinanciering wel interessant en spreekt waarschijnlijk de Belgische beleggers meer aan dan de certificeringstechniek, maar verder dan een parkeerplaats voor het onroerend goed en een sluis voor de opbrengststroom gaat de bedoeling van de vennootschapsconstructie niet. Voor het niet verlenen van inspraak aan de beleggers werden reeds redenen aangehaald. Deze zijn dat de belegger, juist aan een onrechtstreekse belegging deelneemt omdat hij zichzelf tot het oordeelkundig kiezen van een rechtstreekse belegging niet bekwaam acht of verlost wil zijn van de beslommingen die het beleggingsbeheer meebrengt (3). Een belangrijker reden is echter dat, vooral bij een belegging die zich tot de kleine spaarder richt, van bij het begin moet vermeden worden dat machts-groepen of toevallige meerderheden de beheerder tot een meer risicodragende of gewoon een andere belegging, dan die waarvoor de spaarder intekende, zouden dwingen. Vanuit dit laatste motief is het zinvol om inspraak aan de beleggers te ontfeggen.

(3) Voor onroerende beleggingen zal wel de hoofdreden in dit verband zijn dat de kleine spaarder gewoon geen geld genoeg heeft om toegang tot rechtstreekse onroerend goed belegging te hebben.

191.- Keren we nu terug naar de wijze waarop dit hier juridisch georganiseerd is.

In de prospectus vindt men onder de titel "surveillance et garantie" (de Franse tekst is de originele en wordt daarom hier gebruikt): "Une société fiduciaire, la S.A. Genfimo, a été créée... son objet est d'assurer la surveillance générale des opérations du leasing immobilier... La société générale de Banque contrôle 94% du capital de la S.A. Genfimo". Er wordt niet aangeduid wie aan Genfimo deze opdracht verleent noch welke de modaliteiten ervan zijn: aan wie verantwoording moet afgelegd worden en hoe en wanneer deze opdracht kan opgezegd worden. Datzelfde geldt t.a.v. de N.V. Sygemo. Verder is het merkwaardig dat de taken van beide vennootschappen in de prospectus onder de titel "surveillance et garantie" worden behandeld (en regelmatig dit "surveillance" bij de taakomschrijving terugkomt) terwijl anderzijds in diezelfde prospectus, op p. 1 bij de summiere opgave van de promotors, te lezen staat "Gestion: Genfimo S.A. - Syndicat Général Immobilier "Sygemo" S.A."

Juridisch kan Genfimo niet als trustee van de beleggers - als schuldeisers - worden beschouwd. Van deze laatsten heeft de vennootschap geen uitdrukkelijke opdracht ontvangen; in de aan de beleggers overhandigde stukken is geen bepaling te vinden die daarop zou wijzen, zoals dit bijv. wel het geval is in de Finimotrustakte. Ook kan men niet aanhouden dat de beleggers door het kopen van een certificaat zouden akkoord gaan met de door de promotor-vaste opnemer der certificaten tegenover Lendit bedongen toezichtsbevoegdheid ten voordele van Genfimo. Alhoewel de opdracht van Genfimo wel beschreven staat in de prospectus komt ze niet voor in het (meer) officiële stuk van de bekendmaking der emissie in de Bijlagen van het Staatsblad en -belangrijkst - Genfimo wordt niet eens vernoemd in de tekst van het certificaat. Men kan dan in beperkte mate de prospectus als contractstuk - ter interpretatie - aanvoeren, men kan ze evenwel niet gebruiken om rechtsbanden te creëren die in het echte en enige contractstuk, het certificaat-toonderpapier, niet aanwijsbaar zijn.

De toezichtstaak van Genfimo, in feite bedongen door de promotor van deze operatie, kan formeel-juridisch niet tot stand komen zonder medewerking van de N.V. Lendit, waarover toezicht wordt uitgeoefend. Slechts deze laatste kan haar eigen bevoegdheid beperken. Zo leest men bij de "opdrachten van de N.V. Genfimo" dat de N.V. Lendit-Korbeek-Lo "s'est interdît d'aliéner ou de grever d'un droit réel quelconque... ces immeubles sans l'accord écrit et préalable de Genfimo, agissant pour compte des porteurs de certificats".

Verder is het ook Lendit N.V. die aan Genfimo hypothecaire volmacht gegeven heeft. De toezichtsbevoegdheden van de N.V. Genfimo spruiten dus voort uit een overeenkomst tussen deze vennootschap en Lendit N.V. (1).

Hierbij dienen een paar aanmerkingen te worden gemaakt. Een eerste is de volgende. De overeenkomst tussen Genfimo en Lendit mag dan al aanleiding geven tot toezichtsbevoegdheden voor Genfimo, er kan zomaar niet uit volgen dat deze laatste krachtens de overeenkomst zonder meer voor rekening van de schuldeisers-certificaathouders kan optreden, zonder dat deze laatsten hiermee akkoord gingen, wat niet is gebeurd (cfr. supra). Wel kan een schuldenaar ten behoeve van zijn schuldeisers een controle op de eigen zaken instellen maar wat deze toezichtshouder doet geschiedt voor rekening van de schuldenaar, weliswaar ingegeven door het belang van de schuldeisers. Men beperkt zijn eigen bevoegdheid als schuldenaar en men draagt het beheer van sommige zaken op aan een toezichtshouder: wat deze laatste doet is wel ingegeven door het belang

(1) Of uit overeenkomsten tussen Lendit en de promotor enerzijds; deze promotor en Genfimo anderzijds.

der schuldeisers, luidens zijn opdracht, maar wordt toegekend aan het vermogen van de opdrachtgever, de schuldenaar. Men kan hier dus wel spreken van "in het belang" der certificaathouders opgedragen toezicht; dat daden van de toezichthouder rechtstreeks toerekenbaar zouden zijn voor de certificaathouders is uitgesloten wanneer zij daaromtrent niet hun akkoord gaven (1), of wanneer dit op wettelijke grondslag berust.

-
- (1) In artikel 326 van het Ontwerp Herziening Handelsvennootschappen wordt naast de nu reeds bestaande mogelijkheid - art. 93, 6° Venn.-W. - dat de vergadering van obligatiehouders een vertegenwoordiger aanduidt, voorzien dat de vennootschap die tot een obligatie-emissie overgaat zo'n vertegenwoordiger voor de massa van obligatiehouders (iedere emissie vormt een massa) kan aanduiden. Deze vertegenwoordiger heeft ruime bevoegdheden en o.m. wordt wat hij doet in het raam van zijn opdracht aan de massa tegengesteld (handelen "voor rekening": Art. 327, 2° bijv.).
Maar: deze vertegenwoordiger kan door de vergadering van obligatiehouders ontslagen worden (art. 326, lid 4).

Uit het feit dat de toezichtstaak 'in het belang' van de certificaathouders is opgenomen volgt niet dat deze laatsten een rechtstreekse band zouden hebben met de toezichthouder. De overeenkomst tussen Lendit en Genfimo moet als volgt worden verstaan. Om de geldverlening van de beleggers, die schuldeisers worden veiliger voor te stellen sluit Lendit met Genfimo een overeenkomst waardoor Genfimo toezichtstaken krijgt: deze laatste wordt a.h.w. het geïnstitutionaliseerde goede (schuldenaars-) geweten van Lendit en zal voorkomen dat Lendit losjes met de gelden of met haar onroerend goed, enig onderpand van de schuldeisers, zal omspringen. Verricht Lendit een handeling waarvoor ze normaal toestemming van Genfimo moest krijgen, zonder die toestemming dan zal deze handeling niet geldig zijn t.a.v. de beleggers-schuldeisers.

Wanneer daarentegen een voor de schuldeisers nadelige handeling wordt verricht met toestemming van Genfimo dan kunnen de schuldeisers Genfimo niet rechtstreeks aanspreken: de opdracht om over de belangen der beleggers te waken had deze laatste van Lendit, en van Lendit alleen. De schuldeisers kunnen eventueel Lendit aanspreken wegens niet nakoming van de bepalingen van de tussen deze beide bestaande overeenkomst. Anderzijds kan Lendit wel van Genfimo schadeloosstelling vorderen wanneer deze laatste ten gevolge van nalatigheid de bedoelde handeling had toegestaan.

De taken van Genfimo volgen dan al uit een overeenkomst met de N.V. Lendit (of: langs de Generale Bankmaatschappij), de beleggers hebben als aandeelhouders van laatstgenoemde vennootschap geen controle over deze overeenkomst die vóór hun aandelenverwerving werd afgesloten en (waarschijnlijk) voor de gehele duur van de overeenkomst onopzegbaar is.

192. Ook Sygemo's opdracht kan slechts tot stand komen dank zij de medewerking van de N.V. Lendit. Slechts met haar toestemming kan het beheer over haar onroerende goederen aan een ander overgedragen worden. Of daarom van een beheersopdracht, rechtstreeks vanwege Lendit aan Sygemo sprake is, is niet uit te maken uit de informatie in de prospectus. Vast staat dat een rapport van Sygemo over het beheer in feite niet op de algemene vergadering van aandeelhouders der N.V. Lendit besproken wordt (1).

(1) Aldus werd ons medegedeeld door een woordvoerder van de promotor.

§ 2. LA COPROPRIETE FONCIERE (Het Collectief Onroerend Fonds) - COF

193.- Onder de benaming 'la copropriété foncière' (1) werd medio 1969 het 'eerste Belgische beleggingsfonds in onroerende goederen' opgericht. Als juridische organisatie daarvoor werd de burgerlijke vennootschap, zoals geregeld in de artikelen 1832 en volgende Burgerlijk Wetboek, aangewend.

In tegenstelling tot de vastgoedcertificaten-emissies gaat het hier om een eenzijdig open-end fonds: regelmatig kunnen nieuwe participaties worden aangemaakt (2) en met de hiervoor gestorte gelden worden verdere beleggingsobjecten verworven. Royement van participaties is niet mogelijk. Wel kan men zijn aandeel o.m. door tussenkomst van de beheerder van de hand doen, een beheerder die dan als 'markthouder' zal optreden. Tijdens het eerste normale boekjaar, 1970, werden aldus, luidens het jaarverslag van COF, voor 10.284.030 fr. aan participaties ter cessie aangeboden en door de beheersvennootschap aan nieuwe

(1) De Franse benaming is de authentieke. In artikel 1 van de statuten wordt enkel deze als naam van de vennootschap aangegeven en verder wordt ook in de Nederlandse inschrijvingsstukken de Franse benaming aangehouden. 'Het Collectief Onroerend Fonds' en 'COF' worden wel in de reclame gebruikt.

(2) Om ze te onderscheiden van de vastgoedcertificaten worden deze aandelen in de burgerlijke vennootschap COF 'participaties' of 'aandelen' genoemd.

intekenaars doorverkocht (1).

De onroerende goederen die het fondsvermogen zullen uitmaken zijn ook niet op voorhand gekend: het is de taak van de beheerder om ze uit te kiezen en te kopen naargelang er beleggingsgeld voorhanden is. Daarbij zijn aan de beheerder slechts beperkende regelen opgelegd; positieve richtlijnen i.v.m. een na te streven samenstelling van het vermogen (omwille van de risicospreiding die dan statutair voorzien wordt) zijn niet gegeven. Het COF beantwoordt daarmee aan het beeld van een 'managed trust'.

-
- (1) Uit de ter algemene vergadering van het COF aangeboden stukken is het niet gemakkelijk op te maken welk percentage van het totale aandelenkapitaal aldus tijdens het eerste jaar door de vennoten reeds werd aangeboden ter cessie. Luidens het bilan waren er, per 31 december 1970, voor 78.033.968 fr. aan participaties opgenomen. Tijdens het boekjaar zelf werden voor 43.000.000 fr. nieuwe participanten aangenomen: ten belope van 32.715.970 fr. werden hiervoor nieuwe aandelen aangemaakt en voor 10.284.030 fr. werden gecedeerde participaties doorgegeven. Per 31 december 1969 zou het opgenomen beleggingskapitaal dus 45.318.016 fr. bedragen hebben. Berekent men daarop het percentage dat de ter cessie aangeboden participaties vertegenwoordigt dan is dit 22%. Berekent men het percentage op het gemiddelde van het kapitaal einde 1969 en einde 1970 dan zou het tijdens het eerste jaar ter cessie aangebodene 17 % van het kapitaal vertegenwoordigen.

a. Voorstelling van het fonds.

194. Het initiatief voor dit beleggingsfonds werd genomen door de latere beheersmaatschappij 'Intrust Investment System' NV, 'I.I.S.'.

Deze vennootschap werd op 7 november 1967 opgericht door een gelijknamige Zwitserse Aktiengesellschaft (470 van de 500 aandelen), vertegenwoordigd door de heer J.M. Vanwert, die gedelegeerd beheerder van I.I.S.-België zou worden, en verder het nodige aantal personen om zeven vennoten te kunnen inschrijven (1). Het kapitaal bedroeg 500.000 fr.

Net voor het afsluiten van het eerste boekjaar, op 27 december 1968, werd dit kapitaal verhoogd tot 2.000.000 fr. De 500 oude aandelen (aan 1.000 fr., zonder nominale waarde) werden omgevormd tot 2000 aandelen en 6.000 nieuwe aandelen (aan 250 fr., z.n.w.) werden gecreëerd. Op de hiertoe georganiseerde buitengewone algemene vergadering bleek I.I.S.-Zwitserland zich teruggetrokken te hebben en verscheen de heer Vanwert als houder van 494 aandelen-oud (1.976 aandelen nieuw). Hijzelf zou op 5.385 van de 6.000 nieuwe aandelen inschrijven (samen 7.361 op 8.000) en werd daarbij bedacht met 5.385 genotsaandelen (op de 5.385 gecreëerde), die recht zouden geven op de voorafname van 10 % der nettowinst (art. 35, al. 4 der statuten - aldus gewijzigd). Het eerste boekjaar werd daarop afgesloten met een verlies van 16.447 fr. (2).

Nauwelijks vier maanden later had een nieuwe en ditmaal forse kapitaalsinjectie plaats: van 2.000.000 fr. werd het kapitaal verhoogd tot 5.690.000 fr. Ter vergadering van 23 april 1969 (3) bleek de gedelegeerd beheerder 3.240 aandelen te hebben afgestaan, 2.000 aan de heer A. Vernieuwe⁽⁴⁾ en 1.240 aan de heer J.M. Delwart. Op de 14.760 nieuw gecreëerde aandelen werd ingeschreven

(1) Oprichtingsakte: Bijlagen B.S., 22 nov. 1967, nr. 2482 - 2.

(2) Proces-verbaal van de Buiteng. alg. verg.: Bijlagen B.S., 18 jan. 1969, nr. 153 - 3; Balans 1968: Bijlagen B.S., 21 juni 1969, nr. 1654 - 14.

(3) Proces-verbaal van de buiteng. alg. verg.: Bijlagen B.S., 17 mei 1969, nr. 1099 - 3. Volmachten: nr. 1099 - 4.

(4) De echtgenote van J.M. Vanwert, initiatiefnemer van I.I.S., is Mevr. F.M. Vernieuwe.

door de heren J.M. Josi (4.000), Cl. Meulemans, beheerder van de Groep Josi (1.000), A. Blaton, E. Parser (elk 4.000) en P. Cabuy (1.000) (1). Een nieuwe beheerraad werd samengesteld, waarin de nieuwe inschrijvers mede zouden zetelen en verder werden nieuwe commissarissen benoemd. Tenslotte werden de genots aandelen afgeschaft.

Een paar dagen later, op 30 april 1969 werd door I.I.S. het initiatief voor de oprichting van het COF genomen: op 30 april en 2 september werd de notariële akte verleend.

Nog in 1969, op 30 september (2), werd het kapitaal van I.I.S. opnieuw verhoogd, ditmaal met 2.000.000 fr. (tot 7.690.000 fr.). Belangrijkste geldschieder daarbij was de Bank van Parijs en van de Nederlanden, die depotbank van het COF zou worden. Zij tekende in op 4.900 van de 8.000 nieuwe aandelen. De 3.100 andere werden onderschreven door de financiers van de vorige kapitaalsverhoging. De beide vertegenwoordigers van de bank werden aan de raad van beheer toegevoegd.

Vanaf oktober begon de verkoop van participaties 'Copropriété foncière'.

I.I.S. beëindigde het boekjaar 1969 met een verlies van 2.563.137 fr. (samen met vorig verlies: 2.579.583 fr.) (3).

(1) De heren J.M. Josi, A. Blaton en P. Cabuy zijn zakenrelaties van de heer A. Vernieuwe. J.M. Josi en A. Vernieuwe zetelen samen in de beheerraad van "Autos-Taxis de Bruxelles". A. Vernieuwe is o.m. beheerder van de N.V. "Brussels Airways", van de Groep De Pauw ("Consortium des Parkings - CDP") en van het "World Trade Center" (vice-voorzitter). A. Blaton (van de groep Emile Blaton - immobiliënsector) zetelt eveneens in deze beheerraden en participeert verder nog aan andere vennootschappen van de CDP-groep. P. Cabuy (gemeenteraadslid van Brussel) is afgevaardigde-beheerder van "World Trade Center Club of Brussels". (Voor deze gegevens: C.R.I.S.P.-documenten en - m.b.t. de heer A. Vernieuwe - 'Les Amis de Paul Vanden Boeynants').

(2) Proces-verbaal van de buitengewone algemene vergadering: Bijlagen B.S., 23 oktober 1969, nr. 2608 - 1.

(3) Balans 1969: Bijlagen B.S., 25 april 1970, nr. 1010 - 11.

Ook 1970, het eerste volledige boekjaar van het COF, waarvan I.I.S. beheersmaatschappij was, kon deze beheersmaatschappij niet me-
 batig saldo afsluiten. Voortgaande op het jaarverslag van het
 COF (verslagen aan de eerste gewone algemene vergadering op 6 mei
 1971) zelf zou I.I.S. voor zijn beheer in 1970 nochtans 4.268.746
 fr. moeten ontvangen hebben: er werden immers voor 43.000.000
 nieuwe inschrijvingen genoteerd, waarop de beheerscommissie van
 7,8 % het bedrag van 3.354.000 vertegenwoordigt. Van deze 43
 miljoen werden er 10.284.030 besteed aan de overname, langs de
 beheerder om, van ter cessie aangeboden aandelen: voor de tus-
 senkomst van de beheerder bij de cessie betaalt de cedent 5 %
 op het gecedeerde kapitaal, i.c. zou dit in het totaal 514.201 fr.
 betekenen, die de beheerder voor zijn bemoeiingen zou ontvangen
 hebben. Tenslotte werd op het debet van 'La Copropriété foncière'
 400.545 fr. geboekt als beheerskost (de beheerscommissie op de
 gemaakte winst). In de plaats van de 4.268.746 fr. verscheen op de
rekening 1970 van I.I.S. slechts een post diverse inkomsten van
 2.695.070 fr. en dit terwijl het COF-beheer niet de enige bron
 van inkomsten voor de I.I.S. is. Tegenover 4.139.518 fr. finan-
 ciële en exploitatiekosten (plus afschrijvingen voor 205.679 fr.)
 maakt dit voor 1970 een verlies van 1.650.127 fr. Het totale ver-
 lies wordt daarmee op 4.229.711 fr. gebracht (1). Het blijkt dat
 het verschil tussen de op grond van de commissievergoedingen
 berekende inkomsten en de reëel geboekte te wijten is aan het
 feit dat de beheersmaatschappij voor belangrijke transacties, be-
 langrijke inschrijvingen op COF-aandelen, afzag van haar commissie
 of een deel daarvan (2). Per september 1970 werd de gedelegeerd
 beheerder van de vennootschap in die functie ontslagen.
 Nog voor de gewone algemene vergadering van I.I.S. de balans van
 1970, op 27 april 1971, zou goedkeuren werd weer een buitengewone
 algemene vergadering gehouden, op 5 april 1971 (3). Daar werd het
 kapitaal van 7.690.000 fr. teruggebracht tot 4.460.200 fr. door
 opslorping ten belope van 3.229.800 fr. van de verliezen (waar-
 devermindering van 105 fr. per aandeel van 250 fr. z.n.w.) en
 vervolgens werd dit kapitaal weer met 2.368.575 fr. verhoogd tot
 6.828.775 fr. door het creëren van 16.333 nieuwe aandelen zonder
 nominale waarde, aan 145 fr. per stuk te onderschrijven.

(1) Balans 1970: Bijlagen B.S., 15 mei 1971, nr. 1288 - 3.

(2) Aldus een antwoord vanwege het beheer op een door steller dezes
 telefonisch aangebrachte vraag.

(3) Proces-verbaal: Bijlagen B.S., 28 april 1971, nr. 1073 - 1.

12.931 van deze aandelen werden opgenomen door 'Amcal International Management Group Limited' ('Amcal'), een vennootschap opgericht 'naar recht van de Bahama Eilanden' en met als maatschappelijke zetel: Post Office Box 4465, Sassaom Building, Shierly street, Nassau-Bahama. Drie vertegenwoordigers van Amcal namen hun plaats in in de beheerraad; vier geldschietters van de kapitaalsverhoging van april 1969 namen ontslag uit de raad (1). Drie feiten zijn verder i.v.m. deze buitengewone algemene vergadering vermeldenswaardig.

In de eerste plaats is er de onthouding bij alle belangrijke beslissingen van één aandeelhouder: de vertegenwoordiger van de groep van de Bank van Parijs en de Nederlanden (op deze vergadering verscheen niet meer de Bank zelf als aandeelhoudster maar wel de met de bank gelieerde immobiliënmaatschappij Groep I). Vervolgens is er het merkwaardige feit dat bij de kapitaalsverhoging op respectievelijk 2.064, 170 en 170 aandelen werd ingeschreven door de heren Winssinger, Devadder en Leclef, landmeters-schatteurs van onroerende goederen, die op datzelfde ogenblik samen het college van experts in onroerende goederen van 'La copropriété foncière' uitmaken. In deze laatste hoedanigheid moeten zij er als onafhankelijke experts voor zorgen dat het fondsvermogen van de door I.I.S. beheerde burgerlijke vennootschap getaxeerd wordt zodat de participanten een juist en eerlijk beeld krijgen van dit vermogen en - daardoor - van hun participatiewaarde. Door hun expertise wordt de inventariswaarde van de participatie bepaald, terzelfdertijd ook emissiewaarde waarop het beheercommissie-percentages wordt berekend. Het lijkt van weinig smaak te getuigen dat wie voor het beleggingsfonds taxeert daarmee ook zijn winst, als aandeelhouder van de beheersvennootschap, bepaalt. Formeel-juridisch is hier echter niets aan de hand: artikel 44, laatste alinea, van de COF-statuten verbiedt de experts enkel een (andere dan hun expertise-) opdracht of functie te aanvaarden in het COF zelf of in de beheersvennootschap en van een aandeelhouder kan niet gezegd worden

-
- (1) Op de vergadering van 5 april namen ontslag J.M. Josi en Cl. Meulemans (beheerder van Groep Josi). Deze vergadering acteerde eveneens het ontslag van de h. G. del Bono (benoemd 27 dec. 1968, ontslag gevraagd 10 dec. 1969, gekregen van de beheerraad op 11 jan. 1971; Bijlagen B.S., 4 febr. 1971; nr. 427 - 15). Deze drie plaatsen werden ingenomen door de Amcal vertegenwoordigers. Op de vergadering van 27 april (gew. alg. verg.) namen de heren A. Blaton en P. Cabuy ontslag. De heer J. Ickx (geen aandeelhouder, vertegenwoordigde op de buiteng. alg. verg. van 5 april de hh. Parser, Blaton en Cabuy) werd beheerder en aan de beheerraad werd opgedragen in de andere vervanging te voorzien. Met de vier geldschietters worden dus bedoeld de hh. Josi, Meulemans, Blaton en Cabuy.

dat hij in de vennootschap een 'functie' bekleedt in deze betekenis (zie daarover later).

Op zichzelf niet merkwaardig is de onderschrijving van 1.000 aandelen door de heer J. Neut. Hij werd op dezelfde vergadering tot commissaris van I.I.S. benoemd. Dit feit wordt wel vermeldenswaardig nadat voornoemde op 6 mei 1971 door de eerste gewone algemene vergadering van de COF aandeelhouders aangesteld werd als lid van de raad van toezicht van het COF, een raad die 'het nazicht verzekert van - en toezicht uitoefent op het beheer' (door I.I.S.), aldus artikel 37 van de statuten van 'La copropriété foncière'. Voor de leden van deze raad gelden geen onverenigbaarheden en men zou het zelfs kunnen toejuichen dat een lid van deze raad ook binnen de beheersvennootschap een toezichtsfunctie als die van commissaris uitoefent. Was het echter de bedoeling dit te doen (iemand die op 6 mei zou benoemd worden tot lid van de raad van toezicht op 5 april tot commissaris in I.I.S. aan te stellen) dan zou het wellicht beter geweest zijn gebruik te maken van de mogelijkheid een commissaris te benoemen die zelf geen aandeelhouder van de beheersvennootschap is (mogelijkheid voorzien in artikel 20 van de I.I.S.-statuten).

195. 'La copropriété foncière' zelf had tijdens haar eerste bestaansjaar ook met moeilijkheden te kampen: volgens het verslag van de beheerder (I.I.S.), uitgebracht op de algemene vergadering van 6 mei 1971, was dit te wijten aan de concurrentie van andere beleggingswaarden en aan de zware periode die de vastgoedsector in 1970, en ook nog in 1971, doormaakte.

195. 1. Op de aantrekkingskracht van een beleggingsfonds in onroerende goederen zal de forse verhoging, in 1969 en 1970, van de interesten op roerende waarden alleszins wel een nadelige invloed gehad hebben: men denke slechts aan het boven de acht procent komen van de rente op staatsobligaties. Met de zware periode in de vastgoedsector bedoelde het beheersrapport niet zozeer de algemene baisse op deze markt als wel de "moeilijkheden die bepaalde grote immobiliënondernemingen hebben gekend" die het vertrouwen in de onroerend goed belegging hebben geschokt en zo een "rem geweest zijn voor om het even welke vorm

van immobiliëninvesteringen" (1). Een andere, meer blijvende, reden voor de mindere aantrekkingskracht van het COF zelf lijkt ons te zijn dat de gewone beleggers in België zich eerder tot hun bank wenden, die hen ruimschoots a.h.w. met het "quality label" van de bank beklede beleggingen, ook in onroerend goed, kan voorstellen. Beleggen is een zaak van vertrouwen en een pas gestart initiatief als dit van COF moet dit vertrouwen nog eerst waarmaken!

Per 31 december 1969, na drie maanden, bedroeg het opgenomen kapitaal van het COF ongeveer 45 miljoen; per 31 december 1970 ongeveer 78 miljoen en in mei 1971 waren er 81.735 participaties uitgegeven wat dan een waarde van ongeveer 82 miljoen vertegenwoordigt. Als resultaat van anderhalf jaar (oktober 1969-mei 1971) doorlopende emissie is dit niet zo groots wanneer men vergelijkt met de beleggingsgelden die door de leasingprojecten worden aangetrokken.

(1) Bedoeld wordt kennelijk de Etrimo-zaak. Zie ook de affaire "Playa Flamenca", De Standaard, 1 oktober 1971, p. 5.

195. 2. Met dit geld werd dan belegd: de samenstelling van het vermogen waarin de opgenomen gelden werden geplaatst zag er als volgt uit.

In 1969 werd nog geen onroerend goed verworven, werd wel een hypothecaire lening toegestaan. Per 31 december 1970 (bilan op de algemene vergadering van 6 mei 1971) was de samenstelling de volgende:

Stergalerij (Galerie de l'Etoile) te Brussel.....	36.000.000	
Meerwaarde op eigendom.....	7.698.008	
		43.698.008
Eigendom Hoover-fabrieks- gebouw Diegem (nog te betalen).....	21.500.000	
Hypothecaire lening.....	16.621.283	
Baar geld en plaatsingen op korte termijn.....	4.179.090	
		85.998.371 (1)

Daarbij dienen een paar bemerkingen gemaakt.

In de eerste plaats is er de gerealiseerde meerwaarde op de Stergalerij. Dit onroerend goed komt voor in het COF vermogen sinds maart 1970 (rendeert vanaf 15 maart), voor de waarde van 43.698.008 d.w.z. met een onmiddellijk gerealiseerde meerwaarde van 7.698.008 fr., een meerwaarde die niet te wijten is aan de tijd - ze is er onmiddellijk en sindsdien (meer dan een jaar) werd er geen meerwaarde meer toegevoegd - maar aan het feit dat het COF dit onroerend goed blijkbaar voor een vierde (22 %) beterkoop heeft kunnen verwerven dan de werkelijke waarde! Of dit

(1) Daarbij worden nog gevoegd: 290.429 fr. lopende, nog niet vervallen interesten op hypothecaire lening en 1.780.000 fr. aan lopende, nog niet vervallen netto-inkomsten, roerende voorheffing afgetrokken. Het totale actief bedraagt 87.778.681,- fr.

te wijten was aan de onderhandelingsbekwaamheid van het COF-beheer (I.I.S. - zie hoger), aan de mogelijkheid om dit bedrag onmiddellijk neer te tellen, aan een paniekverkoop of aan de gebrekkige koopmansgeest van de eigenaars wordt in de COF-verslagen niet duidelijk gemaakt. 'Gerealiseerde meerwaarde' (een over-enthousiaste term die de Raad van Toezicht van het COF gebruikt in zijn rapport) is ook een hoog woord. Voor de beleggers die het fonds trouw blijven zal het afwachten zijn totdat de stergalerij terug verkocht wordt om te weten of er - in constante frank uitgedrukt - meerwaarde gerealiseerd werd en hoeveel.

Voor de meer speculatieve beleggers - en dat zijn er bij COF toch altijd nog een 16 % (zie noot 1 onder nr. 35) - is er wel een meerwaarde gerealiseerd. Tegenover de 7.698.008 die voorkomt op de actiefkant van de balans komt ook eenzelfde bedrag voor als meerwaarde op participaties. Aangezien de aankoopwaarde van de stergalerij slechts ongeveer de helft van het kapitaal bedroeg is de meerwaarde op participaties niet 22 % maar wel 10,7 %, 107 fr. op een inventariswaarde van 1.000 fr. De nieuwe inventariswaarde van 1.107 fr. is terzelfdertijd de emissiewaarde voor participaties: wie zijn participatie dan van de hand doet realiseert zijn meerwaarde. Maar hij realiseert ze niet helemaal: men moet rekening houden met de beheerscommissie op aan- en verkopen en met de kosten. De volgende berekening moet dan gemaakt worden (1):

wie vóór maart 1970 een participatie kocht, van 1.000 fr. inventariswaarde, betaalde in feite 1.108 fr. (78 fr. beheerscommissie en verder kosten). De prijs van aankoop der participaties ná maart 1970 bedroeg 1.107 fr. inventariswaarde, plus 11,7 % (7,8 % beheerscommissie, 2,5 % registratiekosten en 0,5 % notariskosten)

(1) Zie hiervoor: Budget Test, nr. 4, juli 1971, p. 36.

daarop, wat 1.237 fr. betekent. Deze prijs kan de participant die zijn aandeel wil verkopen krijgen maar als hij zijn aandeel langs de beheerder om (wat praktisch het enig mogelijke is) verkoopt betaalt hij aan de beheerder een commissie van 5 % (5,5 % met BTW) op de inventariswaarde en verder betaalt hij nog kosten. De verkoopprijs aan de beheerder wordt daardoor 1.144 fr. Tussen deze prijs en zijn effectieve inleg is een verschil van 36 fr., wat, berekend op deze effectief ingelegde gelden (1.108 fr.) een meerwaarde van 3,25 % vertegenwoordigt, géén 10,7 %.

Wie wel ten volle van de meerwaarde geniet is de beheerder: i.p.v. op 1.000 fr. rekent hij zijn aankoopcommissie en zijn verkoopcommissie op 1.107 fr.

Terwijl de participant die theoretisch 10,7 % inventaris-meerwaarde heeft, deze bij verzilvering niet helemaal kan realiseren - hij realiseert slechts 3,6 % meerwaarde, betekent de inventaris-meerwaarde van 10,7 % ook 10,7 % in cash verhoging van de beheerscommissie. Op 1.000 fr. betekent zijn aankoopcommissie van 7,8 % 78 fr., op 1.107 fr. wordt dat 86,34 fr. ($78 + 8,346 = 78 + 10,7 \% \text{ op } 78$).

In de tweede plaats is er de post die voorkomt als "Eigendom Hoover-fabrieksgebouw". Daarbij wordt het bedrag vermeld van 21.500.000 fr. dat, aldus nog steeds de balans, nog te betalen valt. In noot wordt dan nog aangestipt dat de akte van erfpacht verleden werd op 10 maart 1971. In de orderrekeningen staat verder een post: verschuldigd saldo op Hoover-gebouw: 13.000.000. Het onderscheid tussen 21.500.000 fr. nog te betalen, opgenomen in de balans en verschuldigd saldo van 13.000.000 fr. in de orderrekening is wel duidelijk: het ene geld is er, het andere nog niet (helemaal). Dat men evenwel op 31 december 1970 de samenstelling van het onroerend goed vermogen flatteert door als

"eigendom" van een onroerend goed in te schrijven het geld dat men reeds in kas heeft om die eigendom drie maand later te gaan verwerven is niet duidelijk!

De samenstelling van de actiefzijde hoort te zijn (essentiël):

Eigendom (erfpacht voor 99 jaar) stergalerij	36.000.000
Hypothecaire lening	16.621.283
Baargeld en plaatsingen	25.679.090
	<hr/>
	78.300.373 (1)
(Meerwaarde op eigendom)	(7.698.008)

Daaraan beantwoordt als passief:

Participaties	78.228.546
Te goed aan beheers- maatschappij.....	42.291
	<hr/>
	78.270.737
(Meerwaarde op eigendom)	(7.698.008)

Aan de gecorrigeerde samenstelling van het vermogen beantwoordt dan de inkomstenanalyse, die in de COF-verslagen wordt gegeven:

huurgelden	2.618.902	(de huurontvangsten v.d. stergalerij)
bruto-financiële inkomsten	3.222.850	
	<hr/>	
		5.841.752 (1970)

Tijdens het boekjaar 1970 is er dus geen opbrengst van een onroerend goed "Hoover-fabrieksgebouw" geweest. De opbrengst die gemaakt werd was in hoofdzaak opbrengst van roerende beleggingen

-
- (1) Eind april 1971 was de samenstelling van het vermogen de volgende:
- | | |
|--------------------------|----------------|
| 1. Galerie de l'Etoile | 43.698.000 fr. |
| 2. Fabrieksgebouw Hoover | 34.593.382 fr. |
| 3. Hypothecaire lening | 9.917.443 fr. |
| 4. Liquiditeiten | 2.271.812 fr. |
| | <hr/> |
| | 90.480.812 fr. |

Daarin werd de meerwaarde op de stergalerij al ingecalculeerd.
(Bron: Budget-Test, nr. 4, juli 1971, p. 34).

en op dit stuk heeft het COF dan toch mogen meegenieten van juist deze met onroerend goed concurrerende beleggingsmarkten, die als oorzaak van de mindere attractiviteit van het COF werden aangegeven. Met grote gelddeposito's heeft het COF van de hoge rente genoten die in 1969-70 op zijn kapitaalmarkt konden gekregen worden (1).

195. 3. Beleggen in het Collectief Onroerend Fonds kan men niet met duizend frank, de initiële inventariswaarde (exclusief inschrijvingskosten) van een participatie. Een minimale inleg van 50.000 fr. is vereist (zoals bijv. de certificaten van de N.V. het vastgoedcertificaat). Alhoewel men verzekert dat er zowel grote als kleine spaarders bij het COF betrokken zijn (2) - deze "kleine" spaarders hebben dan toch nog 50.000 fr. over voor een belegging in onroerende goederen - is op het grootste deel van het COF kapitaal ingeschreven door grote spaarders: op de eerste gewone algemene vergadering van COF-aandeelhouders waren 77 vennoten aanwezig of vertegenwoordigd die samen 56.222 van de 81.735 op dat ogenblik uitstaande aandelen bezaten, d.w.z. 77 mensen (3) die samen iets meer dan 56.222.000 fr. hadden belegd (4).

(1) Voor deze rentes: zie Rentetariëvenin België, Bijdrage tot een econometrische studie (P. Vercruysse, J. Lavry, J. Pirard, M. Antoine), uitg. Generale Bankmaatschappij, s.d. (1971), p. 42-47.

(2) Aldus een mondelinge mededeling van een woordvoerder der beheersvennootschap.

(3) Luidens art. 6 der statuten kunnen fysieke personen en vzw's deel uitmaken van het COF.

(4) Deze vergadering van 6 mei 1971 verving de zitopening van de Raad van toezicht door vergoeding voor verplaatsingskosten, wat formeel een wijziging inhoudt van de statuten, m.n. art. 35, laatste lid. Als men van dit laatste op de hoogte was - we menen aan de verslagen te merken dat dit niet het geval was - dan zouden de 77 vennoten meer dan de helft vertegenwoordigen van de vennoten (aanwezigheidsquorum voor vergadering waarop statuten gewijzigd worden): vastgesteld werd dat de vergadering geldig was samengesteld en in staat was geldig te beslissen over de dagorde.

Het COF stelt aan de beleggers drie beleggingsformules voor (1). De eerste is een gewone: men belegt een vast bedrag (minimum 50.000 fr.) en men ontvangt de interesten van de belegging (driemaandelijke voorschotten, saldo op het einde van het boekjaar). De twee andere zijn spaarformules in de zin van de "growth-" of "kapitaal"-fondsen. Ofwel belegt men van bij het begin een vaste som - voor langere termijn - ofwel stort men maandelijks een bepaald bedrag en dit gedurende een lange, overeengekomen termijn, waarbij dan alle interesten onmiddellijk worden herbelegd. Ze worden in nieuwe COF-aandelen omgezet. Deze spaarformules worden door de beheersmaatschappij, om begrijpelijke redenen als de aantrekkelijkste voorgesteld: zij houden een regelmatige en verzekerde kapitaalsaanwas in. Hoe aantrekkelijk deze spaarformules zijn moge blijken uit de volgende, door het COF geciteerde voorbeelden. Wie 50.000 fr. belegt zal na 5 jaar zijn kapitaal verhoogd zien tot 80.525 fr., na 10 jaar 129.625 fr., na 15 jaar 208.860 fr.,... na 30 jaar 872.470 fr. Wie gedurende 10 jaar elke maand 1.000 fr. belegt zal na die 10 jaar zijn kapitaal uitgegroeid zien tot 205.200 fr., wie dit 30 jaar lang doet zal na die 30 jaar een kapitaal van 2.155.200 bezitten. Deze hypothesen zijn door het COF opgesteld op grond van een eenvoudige berekening waarbij het kapitaal 10 % per jaar zou renderen (aangroeien), rente op rente.

(1) In de eerste, per oktober 1971 nog gebruikte emissieprospectus komen deze niet voor, wel in een ander informatief stuk dat door het COF aan de beleggers wordt meegedeeld. Het is de beheerder die deze modaliteiten mag opstellen krachtens artikel 8 van de COF-statuten.

Dit wordt niet overdreven gevonden: de huren bedragen 7,5 % van het geïnvesteerde kapitaal en voor onroerende goederen mag rustig een jaarlijkse meerwaarde van 3 tot 4 % aangenomen worden.

Tussen boekhoudingsmatige (nog niet bij verkoop gerealiseerde) meerwaarde en huurvergoeding is een stricte band: beide moeten gelijkmatig stijgen wil men voorkomen dat de ene de andere "opeet". Bepaalt men immers dat de huur voor een onroerend goed 7,5 % op het geïnvesteerde kapitaal bedraagt, bijv. op 1.000.000 fr. 75.000 fr. huurvergoeding, en men kent daarna het kapitaal een meerwaarde toe van 4 % dan zal de huur vervolgens 77.000 fr. moeten bedragen om, op het nieuwe kapitaal berekend, nog 7,5 % te betekenen, d.w.z. zij zal dan 7,7 % van het geïnvesteerde kapitaal moeten bedragen of met ongeveer 2,8 % stijgen. Zo bedroeg de huur van de stergalerij, berekend op de geschatte waarde van het gebouw (aankoopwaarde plus 22 % meerwaarde), 6,7 % netto. Op de aanschaffingswaarde berekend zou de huur 9,2 % netto betekend hebben. (Voor het Hoover-fabrieksgebouw zou voor 1971 een huur van 9,6 % netto op de aanschaffingswaarde te verwachten zijn). Bij de voorspiegeling van de kapitaalsaanwas der spaarformules werd geen actualisatie van het toekomstig kapitaal meeberekend. Verder is dit toekomstige kapitaal bruto: het COF past wel meerwaarden bij maar doet geen afschrijvingen op de onroerende goederen.

Deze bedragen moeten daarom met de nodige scepsis benaderd worden.

b. Juridische organisatie.

196. In de hiernavolgende paragrafen willen we de statuten van 'La copropriété foncière' beschrijven en, waar nodig, enige aanmerkingen maken. Deze statuten werden neergelegd in een notariële acte, op 30 april 1969. Zij zijn uiteraard niet in de Bijlagen van het Belgisch Staatsblad verschenen: het gaat immers om een

burgerlijke vennootschapsovereenkomst: verder dan aan artikel 1341 B.W. (geschreven bewijs voor zaken waarvan de waarde drieduizend frank te boven gaat) is deze overeenkomst op zich niet aan formaliteiten onderworpen. Voor niet in de statuten geregelde punten wordt verwezen naar de artikelen 1832 tot 1873 B.W.

1. Doel

197. Het doel van de vennootschap is, luidens artikel 2, eerste lid, "het haar leden mogelijk te maken onroerende beleggingen te verrichten gesteund op het principe van het verdelen der risico's en het rationeel en doorlopend beheer, door het intekenen op deelbewijzen die hen een recht van mede-eigendom verlenen op de maatschappelijke goederen".

Daartoe kan het vennootschapsvermogen bestaan uit: a) "bebouwde of niet-bebouwde onroerende goederen, met inbegrip van gedeelten van bebouwde onroerende goederen, gelegen in België of in het buitenland", b) zakelijke rechten, andere dan het eigendomsrecht, op zodanige onroerende goederen (waaruit mag worden afgeleid dat in a) eigendom bedoeld wordt), c) aandelen van Belgische of vreemde vennootschappen, al dan niet met rechtspersoonlijkheid, waarvan het vennootschapsvermogen hoofdzakelijk samengesteld is uit hoger genoemde onroerende rechten en waarvan de bedrijvigheid (l'activité - niet het vennootschapsdoel) bestaat in het beheer van dit vermogen, d) door hypotheken gewaarborgde schuldvorderingen, inbegrepen de roerende waarden die door de hypotheek zouden mee begrepen worden, op in België of in het buitenland gelegen onroerende goederen en e) liquiditeiten en beleggingen op korte termijn in de mate dat deze nodig zijn voor het beheer en voor de terugbetaling van aandelen van het COF (art. 2).

Uitdrukkelijk worden in artikel 3 een aantal activiteiten verboden: onroerende promotie in welke zin ook, bouw- of aannemingsverrichtingen, aankoop en verkaveling met het oog op verkoop en het regelmatig verrichten van hypothecaire leningen. Daarbij wordt echter in een laatste alinea van dit artikel gesteld dat deze bepalingen geen afbreuk doen aan het recht van de beheerder om, in deze hoedanigheid daden te stellen van onderhoud, van omvorming of van uitbating van het onroerend vermogen en overeenkomstig de statuten. Principieel zijn genoemde verrichtingen die per se risico of speculatie inhouden verboden, ook al omdat ze meestal als daden van koophandel zouden kunnen aangemerkt worden, wat strijdig zou zijn met de burgerlijke aard van de vennootschap.

Verder zijn in de bepalingen die het beheer betreffen nog regels neergelegd die de risicospreiding moeten verzekeren. Tenslotte weze nog aangestipt dat art. 2, m.b.t. de liquiditeiten stelt dat de beheerder met goedkeuring van de raad van toezicht het gedeelte van het actief van het vermogen dat ⁱⁿ liquiditeiten zal worden aanhouden moet bepalen met dien verstande dat dit deel bijkomstig moet zijn. In het eerste boekjaar van het COF was dit deel niet zo bijkomstig en van een bepaling ervan door de beheerder en de raad van toezicht wordt in de verslagen geen melding gemaakt. Wel wordt er in het verslag van de raad van toezicht vermeld dat de Raad de beheerder erop heeft attent gemaakt dat de inkomsten van het fonds hoofdzakelijk van roerende waarden kwamen maar dat "aan dit euvel vrijwel geheel werd verholpen door de herstructurering van het COF-patrimonium en door de zeer preciese richtlijnen, die in dit verband door de raad van toezicht aan de beheerders werden gegeven".

2. Het beheer

198. Voor de hele duur van de vennootschap wordt het beheer (de zaakvoering) statutair opgedragen aan de N.V. Intrust Investment System. Deze kan, luidens artikel 28, afgezet worden wegens zwaarwichtige redenen en onder de voorwaarden van meerderheid en in de vormen voorzien voor een statutenwijziging (drie vierden meerderheid). I.I.S. zelf kan ook aan haar functie een einde stellen wegens zwaarwichtige redenen ('pour motifs graves') (artikel 28). Deze statutaire regeling neemt niet de mogelijkheid weg voor een vennoot om aan de rechtbank de afzetting van de beheerder te vorderen op grond van wettige redenen, wettige redenen die o.i. dezelfde zijn als de in de statuten genoemde 'zwaarwichtige' redenen.

De zaakvoerder vertegenwoordigt de vennoten krachtens een daartoe bedongen onherroepelijke volmacht; hij sluit in naam van de vennoten overeenkomsten af (art. 29). Hij moet, aldus artikel 29 in fine, de vennoten niet met naam aanduiden bij alle daden die hij in hun naam stelt zowel in buitengerechtelijke als in gerechtelijke zaken. Het gaat hierbij niet om een "neutraal optreden" van de zaakvoerder (1), zelfs niet om een optreden 'in naam van een nader te noemen meester' maar om een duidelijk optreden in naam van opdrachtgevers, waarbij omwille van de (eventuele, voor I.I.S. hopelijk -) lange lijst van opdrachtgevers deze opdrachtgevers als groep worden aangeduid, de vennoten van 'La copropriété foncière', een groep waarvan de samenstelling neergelegd is in geregistreerde en authentieke akte. Derden kunnen dus precies nagaan wie deze opdrachtgevers zijn: de hoedanigheid van vennoot in het COF verkrijgt men slechts wanneer daaromtrent een authentieke acte is opgesteld en geregistreerd. Dat de zaakvoerder op deze elegante wijze kan optreden "in buitengerechtelijke en in gerechtelijke zaken" is een fraaie stijlclausule: soms, en bijv. voor de inschrijving van de zakelijke rechten van de burgerlijke vennoot-

(1) Zie daarover W. VAN GERVEN, Algemeen Deel, p. 482-483.

schap in het register van de hypotheekbewaarder zal toch de lange lijst van medegerechtigden moeten opgegeven en ingeschreven worden. Intussen biedt dit stelsel van in naam van 'de vennoten' optreden met daaraan verbonden een authentiek en toegankelijk bewijs van wie deze vennoten zijn een oplossing voor de moeilijkheid die bij het optreden van de zaakvoerder der burgerlijke vennootschap hierin bestaat dat hij niet namens de vennootschap zelf, die immers geen rechtspersoonlijkheid bezit, kan handelen.

De zaakvoerder is tegenover de vennoten voor zijn beheer verantwoordelijk volgens de regels inzake lastgeving (art. 31). Ook voor de plaatsvervangende lasthebbers die hij mag aanstellen is hij verantwoordelijk (art. 33, al. 2). Tegenover derden is hij voor zijn beheer niet verantwoordelijk en verder gaat hij bij zijn optreden als zaakvoerder geen enkele persoonlijke verbintenis aan (art. 31). Alhoewel de zaakvoerder zich tegenover derden niet rechtstreeks mee-verbint voor de aangegane verplichtingen zullen de derden-schuldeisers hem toch in één geval kunnen aanspreken. Luidens artikel 26, alinea 6 der statuten, waarop de derden zich kunnen beroepen, valt het negatieve saldo van de vennootschapswerkzaamheid, voor zover dit saldo nog overblijft na realisatie van het vermogen, uitsluitend ten laste van de zaakvoerder die dit zal moeten dragen zonder verhaal tegenover de vennoten.

Artikel 32 bepaalt in het algemeen en te exemplatieven titel welke de bevoegdheden van de zaakvoerder zijn en uit dit langste artikel der statuten mag blijken dat de meest ruime bevoegdheden i.v.m. aankoop, verkoop, vestiging van andere zakelijke rechten, ontvangen van inkomsten, verrichten van uitgaven en bestuur, aan de beheerder zijn opgedragen, waar nodig met afwijkingen van de regelen van het Burgerlijk Wetboek.

Bijzondere bevoegdheden van de zaakvoerder zijn verder: de aanvaarding van participanten en het regelen van hun toetreding tot de vennootschap (art. 6), het opmaken van de modaliteiten van inschrijving op aandelen, m.a.w. het opstellen van spaarformules (art. 8), bemiddelen bij aan- en verkoop van aandelen (art. 9) en het vaststellen van de data waarop, in de gevallen voorzien bij de statuten, de terugbetaling van de waarde van aandelen zal worden gedaan (art. 14).

Richtlijnen voor een concrete beleggingspolitiek zijn er niet in detail gegeven. Er wordt wel in de doelomschrijving gezegd dat er risicospreiding zal moeten zijn en verder wordt in art. 4, 2 herhaald dat het vermogen een spreiding van de beleggingen zal moeten vertonen naar oorsprong, bestemming en aanwending van de onroerende goederen, maar verder wordt niet aangeduid hoe de samenstelling van het beleggingsvermogen, aard van de goederen, bestemming, regionale spreiding, enz.. concreet zal moeten uitzien (1). Een paar praktijken zijn aan de beheerder verboden. Zo is het hem niet toegestaan de middelen van de vennootschap uitsluitend of hoofdzakelijk aan te wenden voor het aankopen en beheren van onroerende goederen die door dezelfde persoon worden verkocht. Het 'voorschakelen' van een

(1) Behalve de reeds geciteerde bepaling dat de liquiditeiten en beleggingen op korte termijn slechts bijkomstig mogen zijn.

(goed betaalde) prospectie- en aankoopvennootschap en het begunstigen van een bepaalde verkoper, praktijken die n.a.v. de Franse "schandalen" (denken wij bvb. aan de relatie Garantie Foncière - S.P.P.I.P.A.F. - Agache-Willot) bekend raakten worden dus verboden. Eveneens is het aan de beheerder verboden leningen op te nemen waarmee 'leverage'-operaties geband worden (art. 4, 1 en 3).

Bij zijn beheer wordt de zaakvoerder wel gecontroleerd: alle gelden die hij ontvangt of uitgeeft moeten komen op - of gaan van een bij de depot-bank aangehouden rekening, een rekening waarover de bank toezicht houdt. Verder is er de Raad van Toezicht, wiens goedkeuring voor sommige handelingen vereist is en is er de commissaris-reviseur die de rekeningen naziet (art. 4, al. 5, 4 en 6). Tenslotte is er een speciale regeling voorzien voor zaken waarin de beheersmaatschappij een belang heeft, "tegenstrijdig" met dat der vennoten (art. 34).

Voor zijn activiteit ontvangt de zaakvoerder de volgende vergoedingen. Op elke onderschrijving van aandelen 2,8 %, op de inventariswaarde van het aandeel, voor studiekosten en 5 % voor commercialisatiekosten; op elke verkoop van een aandeel 5 % commercialisatiekosten. Voor zijn beheersbemoeiingen zelf ontvangt hij 7 % op de netto-inkomsten van het vermogen en verder 3 % op het bedrag van elke aankoop of verkoop van onroerende goederen van het fonds (of vestigen van zakelijke rechten, enz...).

3. De rekeningen

199. 1. Als inkomsten van de vennootschap worden beschouwd de vruchten en opbrengsten van de goederen die het fondsvermogen uitmaken. Deze worden op een aparte rekening bij de depot-bank geplaatst (art. 23). Niet als inkomsten worden aangemerkt de meerwaarden gewaliseerd op de onroerende goederen die door de beheerder worden vervreemd. Zij worden niet uitgekeerd aan de vennoten maar herbelegd of kunnen aangewend worden

voor het aanleggen van een reserve-fonds bestemd om het hoofd te bieden aan de terugbetaling van deelbewijzen (in de gevallen voorzien door de statuten) of aan andere uitgaven en lasten (art. 27).

199. 2. Als uitgaven en lasten worden beschouwd (art. 26) de onroerende voorheffing en andere belastingen, de kosten van onderhoud, verhuring en valorisatie der onroerende goederen, de kosten voor deskundige onderzoeken (art. 44), van de vergoedingen voor de raad van toezicht (art. 35, laatste lid) alsmede het commissieloon voor het beheer.

199. 3. Het saldo, als dat positief is, wordt minstens eenmaal per jaar verdeeld. Tussentijdse voorschotten op dividenden kunnen door de zaakvoerder, met toestemming van de Raad van Toezicht, uitgekeerd worden (art. 24). Zo het saldo negatief is kunnen tot dekking ervan eerst de meerwaarden, gerealiseerd op verkopen en herbelegd, te gelde gemaakt worden; voldoet dit niet dan zal het vermogen zelf (of een deel ervan) moeten te gelde gemaakt worden. Blijft dan schuld over dan zal de zaakvoerder alleen daarvoor instaan (art. 26).

200. Jaarlijks maakt de zaakvoerder volgende stukken op. In de eerste plaats maakt ^{hij} een omstandig verslag op van de toestand der vennootschap en haar ontwikkeling gedurende het afgelopen dienstjaar evenals van de resultaten van zijn beheer. Vervolgens dient er een inventaris van het patrimonium der vennootschap te worden opgemaakt en de rekening van "resultaten en lasten". Dit verslag, deze inventaris en rekeningen worden door een revisor voor echt verklaard en minstens veertien vrije dagen voor de jaarlijkse algemene vergadering aan de vennoten meege-deeld (art. 46). Deze vergadering bespreekt de rekeningen en verleent décharge aan de beheerder (art. 49).

4. Toezicht op het beheer, controle van de rekeningen en tussenkomst van deskundigen.

201. Het toezicht op het beheer wordt gevoerd door een Raad van Toezicht, een college van vijf à tien leden aangesteld door de algemene vergadering voor de duur van zes jaar. De leden van de Raad moeten zelf geen vennoten zijn. Zij zijn herkiesbaar (art. 35). De werking van de Raad wordt geregeld in artikel 36: aanstelling van een voorzitter en secretaris, bijeenroepingen, enz... Te onthouden valt dat de leden van de Raad per brief kunnen stemmen. Zij zullen dan slechts geacht worden ter vergadering aanwezig of vertegenwoordigd te zijn wanneer ze terzelfdertijd vertegenwoordigingsvolmacht hebben gegeven aan een ander Raadslid (aanwezig of vertegenwoordigd zijn: om het quorum voor geldig vergaderen van de Raad te bekomen) (1). De leden van de Raad hebben hun toezichtsofdracht vanwege de vennoten: tegenover de vennoten zijn zij "als lasthebbers" verantwoordelijk. Hun toestemming tot bepaalde beheersverrichtingen of hun instemming met het beleid betekent echter niet dat zij persoonlijk verbintenissen dienaangaande tegenover de vennoten opnemen. Tegenover derden zijn ze niet verantwoordelijk. Daar de Raad een college vormt zijn de leden hoofdelijk aansprakelijk voor de fouten van de raad. Aan deze hoofdelijkheid kan een lid ontkomen door te bewijzen dat hem persoonlijk geen fout kan ten laste gelegd worden en daarbij verder aan te tonen dat hij van zodra hij kennis had van een eventuele, hem niet toerekenbare, fout deze bij de eerstvolgende algemene vergadering aan de vennoten kenbaar heeft gemaakt (art. 39).

(1) Art. 35, laatste lid, der statuten luidt "de vergoeding van de leden van de raad van toezicht wordt bepaald door de algemene vergadering. Zij bestaat uit een zitpenning en wordt op de algemene onkosten geboekt". Deze zitpenningen (15.000 fr. in 1969, 34.500 fr. in 1970) werden door de eerste algemene vergadering van COF-aandeelhouders afgeschaft. De leden van de raad die buiten Brussel wonen krijgen vergoeding voor verplaatsingskosten.

De algemene bevoegdheid van de raad is het toezicht op - en het nazicht van het beheer verzekeren (art. 37). De raad beschikt hiervoor over het meest uitgebreide onderzoeksrecht: hij kan alle documenten "zonder verplaatsing" (ervan) raadplegen en alle uitleg vragen. Ieder lid van de raad afzonderlijk beschikt over deze bevoegdheid. Het betrekken van deskundigen bij dit onderzoek is niet voorzien. Verder dient de zaakvoerder om de drie maanden bij de raad verslag uit te brengen.

Specifieke bevoegdheden van de raad van toezicht zijn nog: voorafgaande toestemming geven voor de vaststelling van de beleggingspolitiek, voor het vaststellen van de liquiditeitsmarge, voor de verzameling van elke beleggingsverrichting of het tegelde maken van een deel van het vermogen wanneer het daarbij gaat om een bedrag hoger dan tien miljoen frank (art. 37), en voor het verrichten door de beheerder van tussentijdse uitkeringen als voorschot op dividenden (art. 24).

Andere taken zijn verder: fungeren als instantie van hoger beroep m.b.t. door de beheerder geweigerde cessies van aandelen (art. 11, al. 3) benoemen en ontslaan van de deskundigen in onroerende goederen en het toestaan aan deze deskundigen zich te laten bijstaan door anderen (artt. 18 en 44), benoeming en ontslag van de commissaris-revisor (art. 40), benoemen van een bank-depositeur (art. 45), benoemen van vereffenaars der vennootschap en vaststelling van de wijze van vereffenen (art. 58). Van zijn activiteit legt de raad een verslag voor te algemener vergadering (art. 46) en de vergadering verleent aan de raad décharge (art. 49).

202. De geschriften en de financiële toestand van de vennootschap staan onder toezicht van een bankrevisor (art. 40). Hij wordt aangesteld en ontslagen door de raad van toezicht maar kan ook door de algemene vergadering ontslagen worden (met een tweederde meerderheid), in welk geval deze laatste een ander

bankrevisor kiest. De vergoeding van de bankrevisor valt ten laste van de zaakvoerder. De opdracht van de revisor bestaat erin de vennootschappelijke rekeningen jaarlijks te controleren en te certifiëren als exacte weergave van de financiële situatie der vennootschap. Verder waakt hij erover dat de wet en de statuten worden nageleefd. Hij brengt omtrent zijn bevindingen verslag uit voor de algemene vergadering, een vergadering die hijzelf, zo nodig kan samenroepen (art. 42). Bij zijn taak geniet hij van de bevoegdheden, beschreven in artikel 65 Vennootschapswet; zowel de documenten van het COF als die van de beheersvennootschap kan hij inzien (art. 41). Tegenover de vennoten is hij verantwoordelijk volgens de regels inzake lastgeving (art. 43; vgl. ook art. 68 Venn.-W.), van de algemene vergadering, waarvoor hij verslag uitbrengt, krijgt hij décharge (art. 49).

203. Een college van drie deskundigen inzake onroerende goederen zal tot de taxatie van het fondsvermogen overgaan zoals deze in de statuten wordt vereist. De deskundigen worden door de raad van toezicht voor de duur van drie jaar benoemd. De raad stelt eveneens hun vergoeding vast voor de hele duur en bij het begin van hun mandaat. Deze vergoeding is een vast bedrag (1). De experts kunnen met geen andere functie in de vennootschap of in de beheersmaatschappij belast worden (art. 44).

(1) Aldus art. 44, 2. Blijkens de verslagen wordt deze vergoeding bepaald per onroerend goed en per jaar. Voor de ster-galerij bedroeg ze in 1970: 89.529 fr., voor 1971 wordt 97.459 fr. voorzien (BTW inbegrepen). Voor het fabrieksgebouw Hoover werd voor 1971: 77.160 fr. voorzien.

Reeds vroeger, in nr. 36, werd aangestipt dat de deskundigen inschreven bij de kapitaalsverhoging van de beheersmaatschappij. Formeel is hier niets aan de hand. Als men al naar Belgisch recht kan aanvaarden dat de beheerder en de algemene vergadering of een bepaalde groep aandeelhouders (1) een functie hebben in de vennootschap (2), van de individuele aandeelhouder kan men dit niet zeggen. Deze laatste hoeft alleen zijn eigen belang te dienen.

De deskundigen in onroerende goederen stellen regelmatig de waarde van het fondsvermogen vast (art. 19 tot 22). Om de drie jaar doen zij zulks op "uitvoerige en omstandige wijze". Artikel 19 geeft hiervoor een aantal richtlijnen. Onroerende goederen en onroerende rechten worden geschat naar het rekenkundig gemiddelde van hun waarde in geval van verkoop uit de hand en hun waarde in geval van gedwongen verkoop, daarbij rekening houdend met verdere nuttige inlichtingen als bijv. de rendabiliteitswaarde en vergelijkingspunten. In opbouw zijnde onroerende goederen kunnen geschat worden, volgens hun staat van afwerking, op een (daarmee overeenkomstig?) gedeelte van de waarde die ze zullen hebben als ze volledig afgewerkt zullen zijn (tenzij bijzondere redenen een vermindering van die waarde wettigen).

Hypothecaire schuldvorderingen worden getaxeerd aan hun nominale waarde onder eventuele aftrek van risicoprovisies. Roerende waarden worden getaxeerd aan hun beurswaarde of - wanneer ze niet ter beurse genoteerd zijn - hun vermoedelijke waarde bij verkoop uit de hand.

(1) Zie bijv. voor Nederland: de prioriteitsaandeelhouders. CREMERS, Prioriteits aandelen, *Deventer*, 1931.

(2) Zie daarover de toepassing door A.H. PUELINCKX van de theorie der functionele rechten (J. DABIN en W. VAN GERVEN) op het vennootschapsrecht, in 'Les conflits dans l'administration d'une société anonyme en droits américain et belge, Rev. Prat. Soc., 1968, 119-143.

Voor de taxaties wordt bovendien "rekening gehouden" met de vervallen, nog niet verdeelde inkomsten (art. 19). Wanneer zich tussen twee driejaarlijkse schattingen gebeurtenissen voordoen die de herziening van de taxatie van één of meerdere onroerende goederen vereisen dan kunnen de deskundigen tot een nieuwe schatting overgaan. De zaakvoerder en de raad van toezicht hebben de plicht de deskundigen op gebeurtenissen van die aard te wijzen (art. 20, al. 3).

Elk jaar wordt de waarde van het beleggingsvermogen vastgesteld op grond van de vorige driejaarlijkse schatting en rekening houdend met verbeteringen en wijzigingen in de samenstelling van het vermogen. (art. 20, al. 1). Elke maand wordt dan nog de waarde van het vermogen vastgesteld op grond van de laatste jaarlijkse vaststelling en de tendens van de onroerend goed markt. Hiertoe wordt een verbeteringscoëfficiënt gehanteerd, die door de deskundigen vastgesteld wordt en door hen steeds kan gewijzigd worden (art. 20, al. 2).

Op grond van de schatting der deskundigen wordt dan de waarde van de aandelen vastgesteld. Deze schatting bindt de vennoten, hun rechthebbenden met inbegrip van hun schuldeisers en bindt iedereen die vennoot wil worden en aandelen kopen (art. 21). De waarde van de aandelen wordt regelmatig bekendgemaakt door aanplakking ter zetel van de vennootschap en door mededeling aan de vennoten die hierom verzoeken (art. 22).

204. Tenslotte is er de depot-bank (aangeduid als bank-depositaris), die door de raad van toezicht wordt benoemd en belast met het ontvangen en bewaren van de gelden en de roerende waarden van het fondsvermogen. Met de beheersmaatschappij sluit de bank alle nuttige overeenkomsten. Enige toezichtstaak op wat er met de gelden van het vermogen gebeurt is aan de bank niet formeel opgedragen.

5. Particpanten, aandelen en de algemene vergadering van participanten.

205. Ieder meerderjarig (niet onbekwaam verklaard...) fysische persoon en ieder rechtspersoon zonder winstoogmerk kan vennoot worden in 'La copropriété foncière' en dit na als dusdanig aanvaard te zijn door de zaakvoerder. De aankoop van aandelen betekent voor de vennoot instemmen met de statuten (art. 6). Vanaf het ogenblik waarop een onderhandse acte betreffende de toetreding van een aspirant-vennoot tot de vennootschap zal opgesteld zijn verkrijgt deze aspirant tegenover de beheerder en de andere vennoten de hoedanigheid van vennoot; tegenover derden zal hij deze hoedanigheid pas bekomen na het opmaken van een authentieke acte welke later de toetreding van meerdere vennoten zal vaststellen. (art. 7, al. 4 en 5). Het gaat dus om "aandelen op naam". De hoedanigheid van vennoot verliest men van rechtswege door onbekwaamverklaring, onder gerechtelijk raadsman gesteld worden, faillissement, kennelijk onvermogen, aanvraag van een gerechtelijk akkoord of van uitstel van betaling (art. 13 - vgl. art. 1865 B.W.). In deze gevallen heeft de vennoot alleen recht op de uitbetaling van de waarde van zijn aandeel; in afwijking van artikel 1865 B.W. wordt de vennootschap niet ontbonden. Hetzelfde geldt voor vennoten die uitgestoten worden omwille van een inbreuk op het verbod de aandelen aan te wenden voor eender welke bedrijvigheid en omwille van het feit dat hun schuldeisers beslag leggen op hun aandeel. Ook deze vennoten, en voor het laatste geval: ook de schuldeisers, hebben dan enkel recht op de uitbetaling van de waarde van het aandeel, zoals vastgesteld op grond van de taxatie van het vermogen door het experten-college van de vennootschap.

De vennoten zijn, onderling en tegenover de zaakvoerder slechts voor de schulden van de vennootschap gebonden in verhouding tot en ten belope van hun inleg. Wanneer de schulden het activum

overtreffen dan zal de beheerder voor dit saldo zelf instaan en hij zal in geen geval een beroep kunnen doen op een bijdrage van de vennoten (art. 26). Verder zal de beheerder in alle overeenkomsten die hij in naam van de vennoten afsluit, van de derdencontractanten moeten bekomen dat zij verzaken aan hun recht om de uitvoering van verbintenissen tegen de vennoten te vorderen voor meer dan de rechten van de vennoten in het maatschappelijk vermogen en anders dan in verhouding tot de rechten van elkeen in dit vermogen en zonder hoofdelijkheid (art. 30). Voor het niet nakomen van deze verplichting is de zaakvoerder verantwoordelijk en hij zal persoonlijk moeten instaan voor de verbintenissen waarvoor de vennoten zelf, ten gevolge van de niet-nakoming door de zaakvoerder, zouden moeten instaan (art. 31, al. 3). Deze laatste clause van de statuten betekent dat de vennoten 'de facto' voor de meeste contractuele verbintenissen niet verder dan ten belope van hun inleg en in verhouding tot die inleg zullen verantwoordelijk zijn, dit kan echter niet ^{gelden} voor quasi-delictuele verbintenissen. Op te merken valt dat hier wel (in tegenstelling tot de franse sociétés civiles immobilières) een clause bij staat die ook intern de aansprakelijkheid van de vennoten beperkt.

206. De wijze waarop concreet aandelen worden gekocht, wordt geregeld in artikel 7. Wie een aandeel wenst te kopen richt daartoe een aanvraag tot de zaakvoerder en maakt terzelfdertijd de prijs voor deze aankoop (inventariswaarde, provisie voor notaris- en registratiekosten, beheerscommissie) over aan de bankdepositaris. Deze plaatst het geld op een speciale rekening "kandidaat kopers", een rekening die rente opbrengt voor deze kandidaat-kopers. Bij de aanvraag om vennoot te worden ondertekent de belegger nog verder een volmacht die het de beheerder zal mogelijk maken de vennoot in te schrijven in een authentieke als dusdanig

acte tot vaststelling van het toetreden tot de vennootschap en verder een volmacht aan de beheerder om voor rekening van de kandidaat koper gecedeerde aandelen over te nemen. Wanneer de zaakvoerder de aspirant-vennoot aanvaard heeft zal daarvan een onderhandse akte gemaakt worden: vanaf dat ogenblik wordt men vennoot (tegenover de anderen - zie boven) en van dan af zullen de gestorte gelden, inclusief de vervallen interesten erop, door de bank aan de zaakvoerder worden overgemaakt en opgenomen worden in het vennootschappelijk kapitaal.

De authentieke vaststelling van de toetreding tot de vennootschap zal door de zaakvoerder geregeld worden: om de kosten te drukken kan hij deze vaststellingen groeperen in één enkele authentieke akte met dien verstande dat zulks ten minste één keer per jaar geschiedt. Indien de aanvaarding niet binnen de drie maanden is geschied dan zullen gelden en interesten door de bank aan de kandidaat-inschrijver worden terugbezorgd, tenzij de rekening waarop ze gestort werden er een was met vooropzeg of op termijn, inwelk laatste geval deze vooropzeg of termijn moet gëeërbiedigd worden. Vermelden we nog dat uitgifte van deelbewijzen in ruil voor inbreng van onroerende goederen mogelijk is. De waarde van deze onroerende goederen moet dan gecertifiëerd worden door het expertencollege (art. 9). Tenslotte weze eraan herinnerd dat de beheerder de modaliteiten van onderschrijving van aandelen mag bepalen, i.c. spaarformules kan opstellen (art. 8).

Ieder vennoot ontvangt een bewijs van zijn hoedanigheid van vennoot, een bewijs dat verwijst naar de authentieke akte waardoor deze hoedanigheid werd verworven. Dit bewijs geldt enkel tussen partijen en kan niet ingeroepen worden tegen een eventueel andersluidende authentieke akte in. Bovendien kan de vennoot op eigen kosten een uittreksel uit de genoemde authentieke akte vragen. De zaakvoerder houdt ook nog om gemakkelijksredenen en zonder dat hierbij van enig bewijs sprake is, een register aan van de vennoten (art. 10).

207. 1. Overdracht van aandelen is, conform aan de idee van een personenvennootschap, niet vrij. Cessie kan alleen geschieden ten voordele van een cessionaris die voldoet aan de vereisten als voor inschrijving en op voorwaarde dat hij aanvaard wordt door de zaakvoerder (art. 11). Voor een overdracht onder leven- den zijn twee mogelijkheden. De eerste daarvan, die niet in de statuten is geregeld, bestaat hierin dat wie zijn aandeel kwijt wil een beroep doet op de zaakvoerder, welke laatste een koper zal zoeken. Daarbij is de overnameprijs vastgesteld op de in- schrijvingsprijs (inventariswaarde plus commissie plus kosten) met aftrek van 5 % op de inventariswaarde, als commissie voor de zaakvoerder. Verdere problemen stellen zich daarbij niet daar alles onder rechtstreekse controle, immers door tussenkomst, van de zaakvoerder verloopt. De tweede mogelijkheid geregeld in artikel 11 der statuten, bestaat daarin dat de vennoot zelf een koper heeft gezocht en gevonden, waarbij de prijs uiteraard vrij wordt bepaald. Teneinde de aanvaarding voor de cessie, aanvaar- ding vanwege de zaakvoerder, te bekomen dient de cedent een aangetekend schrijven naar de eerste te sturen. Binnen de maand moet de zaakvoerder dan zijn beslissing te kennen geven. (geen formele vereisten voor deze kennisgeving). Antwoordt hij niet of weigert hij niet tijdig dan mag de cessie doorgaan. Wordt de voorgestelde cessie geweigerd dan kan de cedent de zaak per aangetekend schrij- ven voorleggen aan de raad van toezicht. Deze doet binnen de twee maanden na de verzending van het schrijven uitspraak (hier wordt niet vermeld hoe de datum van de uitspraak vastgesteld wordt), bij gebreke waarvan hij geacht wordt de weigering van de zaak- voerder teniet gedaan te hebben. De beslissingen van de zaakvoer- der en de raad moeten niet met redenen omkleed zijn. De overdracht, indien ze toegestaan wordt, moet dan geschieden bij authentieke akte en wordt maar aan de zaakvoerder en de andere mede-eigenaars tegenstelbaar door het betekenen (per aangetekend schrijven) van een uitgifte der authentieke akte aan de zaakvoerder. Voor het geval de overdracht niet wordt toegestaan, d.w.z. de eventuele cessionaris niet wordt aanvaard, is verder niets meer voorzien

in de statuten.

Dezelfde procedure geldt voor het vestigen van zakelijke rechten als erfpacht of vruchtgebruik op het aandeel. Bijkomende zakelijke rechten van waarborg, als hypotheek, mogen niet op de aandelen gevestigd worden (art. 16).

Overdracht van aandelen tengevolge van overlijden wordt, in artikel 12, vrij genoemd maar is onderworpen aan dezelfde voorwaarden als cessie onder levenden: de nieuwe rechthebbende moet aanvaard worden door de zaakvoerder. Wordt hij niet aanvaard of voldoet hij niet aan de vereisten als voor inschrijving dan heeft hij enkel recht op de terugbetaling van de waarde van het aandeel, zoals deze waarde is vastgesteld op grond van de deskundigen-schatting. De zaakvoerder bepaalt bovendien, binnen een limiet van twaalf maanden, wanneer deze uitbetaling zal geschieden (art. 14).

Het is aan de vennoten, aan hun erfgenamen en schuldeisers, verboden te welken titel ook een inventarisatie van de maatschappelijke goederen, zegellegging enz..., te veroorzaken. Zij moeten zich voor de uitoefening van hun rechten houden aan de statuten (art. 17).

207. 2. Bij dit stelsel van 'overdrachtsregeling' dienen de volgende aanmerkingen gemaakt. In de eerste plaats is er de dubbele cessiemogelijkheid: de ene langs de zaakvoerder om en met betaling van 5 % commissie, de andere zonder tussenkomst van de zaakvoerder, zonder diens commissie maar met de discretionnaire bevoegdheid van de zaakvoerder om de voorgestelde cessionaris niet te aanvaarden en aldus deze cessie, althans ten overstaan van de vennoten, onmogelijk te maken. Hopelijk houdt de raad van toezicht hier inderdaad toezicht erop dat de beheerder zijn bevoegdheid niet enkel in zijn eigen belang gebruikt en rechtstreeks cessies uitschakelt ten voordele van "zijn markt".

Voor de overdracht bij overlijden van een vennoot zijn de gebruikelijke verblijvings- en inventarisclausules voorzien.

Uit de inventarisclausule volgt dat de rechthebbende van de overleden vennoot, wanneer deze rechthebbende niet aanvaard wordt, gerechtigd is tot de uitbetaling van de inventariswaarde der "geërfde" aandelen.

Op het pecuniaire vlak valt daardoor een vergelijking tussen de "terugnameprijs" die de rechthebbende van een overleden vennoot ontvangt en de "overnameprijs" die een vennoot kan krijgen wanneer hij zijn aandelen door bemiddeling van de zaakvoerder ter cessie aanbiedt (eventueel nadat een door de vennoot zelf voorgestelde cessionaris werd geweigerd), soms in het nadeel van de eerstgenoemde rechthebbende uit.

Nemen we het volgende voorbeeld. Wanneer de vennoot-erflater in 1969 een aandeel kocht voor 1.108 fr., kosten inbegrepen (1), en in januari 1971 overlijdt dan krijgt de niet-aanvaarde rechthebbende van de overleden vennoot 1.107 fr. uitbetaald, i.c. de van 1.000 fr. naar 1.107 fr. geëvalueerde inventariswaarde.

Op de totale inleg berekend, op 1.108 fr. doet de rechthebbende er zelfs een verlies aan. Van de meerwaarde op de participatie ontvangt hij, steeds voor de totale inleg bekeken, niets.

De vennoot daarentegen die eveneens voor 1.108 fr., kosten inbegrepen, een aandeel kocht en dit in januari 1971 kan cederen door bemiddeling van de zaakvoerder krijgt als overnameprijs 1.144 fr. Op zijn totale inleg berekend realiseert hij een meerwaarde van 36 fr. of 3,25 %. Dit komt omdat de cessie-prijs de inventariswaarde is plus minimum 2,8 % (2). Hoe groter de inventariswaarde wordt des te meer zal dit verschil zich - in absolute cijfers - aftekenen. Bij een inventariswaarde van bijv. 1.500 fr. ontvangt de niet aanvaarde rechthebbende van de overleden vennoot 1.500 fr., de cedent minstens 1.542. De eerste realiseert, op zijn inleg berekend, 35,3 % meerwaarde, de tweede 38,9 %.

Berekent men de ontvangen prijs op de inventariswaarde van de vroeger gekochte aandelen dan realiseren beide in de laatste hypothese 50 % meerwaarde. De kosten gaan echter voor de overleden vennoot verloren terwijl de cederende vennoot, tengevolge

(1) Deze kosten zijn 5 % commercialisatievergoeding voor de beheerder, 2,8 % studiekostenvergoeding voor de beheerder en 3 % notariële provisie.

(2) De cessieprijs is de emissieprijs op dat ogenblik, i.e. inventariswaarde plus 5 %, plus 2,8 %, plus 3 %, met aftrek van 5 % op de inventariswaarde en kosten (max. 3 % op de inventariswaarde): grosso modo de inventariswaarde plus 2,8 % minimum.

van de prijsvaststelling bij cessie een deel van de vroeger uitgegeven kosten van de overnemer terug ontvangt. Dit deel, de 2,8 % studiekostenvergoeding, kan, omdat dit percentage bij verkoop op een grotere, inmiddels geëvolueerde, inventariswaarde wordt berekend zodanig uitgroeien dat het de vroeger gedane kosten (10,8 % in het totaal betaald op de inventariswaarde bij aankoop) compenseert.

Deze vergelijking valt in één hypothese, die echter belangrijk is, niet per se in het nadeel van de rechthebbende van een overleden vennoot uit, m.n. wanneer er geen aantrekkingskracht meer uitgaat van het fonds en ^{zich} geen nieuwe intekenaars of niet voldoende nieuwe intekenaars meer zouden aanmelden. In zulk geval heeft de rechthebbende van een overleden vennoot toch recht op uitbetaling van de waarde der aandelen terwijl de cederende vennoot lang zal moeten wachten voor er een cessionaris zou opdagen en de kandidaat-cedent zijn aandeel (meestal meerdere, soms honderde aandelen) kwijtraakt. Dit onderscheid in behandeling tussen overdracht van aandelen onder levenden en uitbetaling bij niet aanvaarding van de rechthebbende der overleden vennoot is op het juridisch vlak volkomen gerechtvaardigd daar er -juridisch- twee totaal verschillende bewerkingen plaats hebben. Bij overlijden en daaropvolgende niet-aanvaarding van de rechtsopvolger geschiedt er een ontbinding van de vennootschap ten aanzien van de overleden vennoot en een daaropvolgende uitbetaling van de waarde van diens liquidatie-aandeel, zoals deze waarde contractueel vastgesteld zal worden. Desgevallend zal de beheerder voor deze uitbetaling - wanneer het om een miljoenenparticipatie gaat - bepaalde bestanddelen van het fondsvermogen moeten liquideren. Bij cessie daarentegen is er geen terugname, is er evenmin een overname van de aandelen door de beheerder of de andere vennoten (zoals bij P.V.B.A. gebeurt wanneer een clause van verplichte overname door de andere vennoten is voorzien voor het geval de eventuele rechthebbende van een vennoot niet aanvaard kan worden of zoals bij de N.V. gebeurt wanneer statutaire overdrachtsbeperkingen op aandelen met een dergelijke, genoemde clause gepaard gaan) naar een overdracht vanwege de cederende vennoot aan cessionaris, waarbij de beheerder slechts als makelaar optreedt. Economisch gesproken ware het echter wenselijk de niet-aanvaardde rechthebbende van een overleden vennoot vooralsnog de keuze te laten tussen uitbetaling of cessie.

208. De algemene vergadering verenigt alle vennoten. Deze vergadering heeft de machten die haar toegekend zijn door de statuten (art. 47), zij is dus niet draagster van de zogenaamde

'residuaire' bevoegdheden. Zij wordt samengeroepen door de zaakvoerder, op diens eigen initiatief, op initiatief van de raad van toezicht, van de revisor of van de vennoten die 20 % van de deelbewijzen bezitten, telkens wanneer het belang van de vennootschap een bijeenroeping vereist en tenminste één maal per jaar, vijf maanden na het afsluiten van de rekeningen. Haar bevoegdheid is, in het algemeen, te beraadslagen over alle aan haar voor te leggen rekeningen en verslagen en dan décharge te verlenen aan de zaakvoerder, de raad van toezicht en de revisor (art. 49). Verder heeft ze nog bepaalde benoemingsrechten t.a.v. een nieuwe zaakvoerder (wanneer de statutaire zaakvoerder ontslag zou nemen), t.a.v. de raad van toezicht en de revisor (art. 50). De wijze van oproeping en de samenstelling van een bureau voor de vergadering worden geregeld in de artikelen 48 en 52. Voor het geldig vergaderen en stemmen is in het algemeen geen aanwezigheidsquorum vereist. Enkel wanneer het gaat om een wijziging aan de statuten moet, bij eerste vergadering, de helft van de vennoten aanwezig of vertegenwoordigd zijn. Voor het stemmen wordt dan aan ieder aandeel een stem gegeven, zonder verdere beperking van het aantal stemmen dat aldus aan één vennoot wordt toegekend. De vergadering beslist over gewone zaken met een tweederde meerderheid (van stemmen), over een statutenwijziging met een drievierde meerderheid. Stemmen per brief is mogelijk (53 en 56). Op te merken valt het onderscheid tussen het aanwezigheidsquorum waarvoor aan aantal (de helft) vennoten vereist zijn en de stemmingsquorums, waar een meerderheid van stemmen - ieder aandeel krijgt één stem - vereist is. (Bij de P.V.B.A. die ook een "personen"-vennootschap is, is het aanwezigheidsquorum gesteld in functie van "kapitaals"-vertegenwoordiging. Zie art. 136, dat verwijst naar de regels terzake van de N.V.).

6. De burgerlijke vennootschap: zonder rechtspersoonlijkheid (?).

209. De burgerlijke vennootschap geniet volgens de Belgische rechtspraak (1) en rechtsleer (2) niet de rechtspersoonlijkheid. Het gevolg daarvan is dat het vermogen 'van de vennootschap' toebehoort aan de vennoten, dat deze laatsten (mede)eigenaars van dit vermogen zijn. Hun rechten uit de vennootschapsovereenkomst, rechten m.b.t. het vermogen, volgen het roerend of onroerend karakter van de goederen die dit vermogen uitmaken. Conform aan deze traditionele leer worden de vennoten van 'La copropriété foncière' mede-eigenaars (3) van het onroerende beleggingsvermogen genoemd, worden zij ook ingeschreven in het register van de hypotheekbewaarder en moet de overdracht van aandelen ook geschieden volgens de regels terzake van overdracht van onroerende goederen.

(1) Zie nochtans: Cass., 30 april 1853, Pas., 1853, I, 287 met conclusies (conf.) van Procureur-Generaal Leclercq.

(2) De Page, Traité, t. V, nr. 29 en nr. 716-717.

(3) De onroerende goederen horen niet in eigendom toe aan "het fonds", wel werden er ten voordele van dit fonds, i.c. de participanten, erfpachtsrechten voor 99 jaar op de onroerende goederen gevestigd, en dit omwille van de voordelige overschrijvings- en registratierechten voor erfpacht (0,5 % tegenover 12,5 % voor eigendom). In dit licht wordt de statutaire bepaling die de mogelijkheid van de vestiging van een erfpachtsrecht op de aandelen betreft (art. 16, al. 1) wel merkwaardig: hoe zal men een erfpachtsrecht vestigen op een erfpachtsrecht (i.c. het aandeel voor zover dit een mede-gerechtigd zijn tot het erfpachtsrecht op de beleggingsgoederen vertegenwoordigt)?

210. Men moge DE burgerlijke vennootschap in België dan al geen rechtspersoonlijkheid toebedelen, de burgerlijke vennootschap die in de statuten van 'La copropriété foncière' wordt georganiseerd mist niet veel voordelen van deze "rechtspersoonlijkheid".

Bij dit soort van boude bewering hoort uiteraard de vraag wat hier dan wel wordt verstaan onder "rechtspersoonlijkheid". We willen daarop even verder ingaan, mede verwijzend naar hetgeen ter gelegenheid van de bespreking der verantwoordelijkheid van de vennoten in de franse "société civile" werd voorgehouden (1).

Rechtspersoonlijkheid van de vennootschap betekent eigenlijk de bevestiging tegenover alle derden (de tegenstelbaarheid) van de samenwerkingsovereenkomst tussen vennoten, een samenwerkingsovereenkomst die als kernpunt een complexe vertegenwoordigingsfiguur heeft.

Vennoten die op duurzame wijze samen een zaak gaan voeren (2) brengen daartoe de nodige middelen aan. Ieder van hen houdt een bepaald deel van zijn vermogen voor ten behoeve van de realisatie van het samenwerkings-(vennootschaps-)doel: hij ontzegt zich verder nog over dit vermogensdeel te beschikken tenware dat deze beschikking dienstig zou zijn voor de realisatie van dit doel. Dit betekent nog niet dat de vennoten voor de schulden niet verder dan het door hen bij voorkeur voorbehouden vermogensdeel zullen instaan: voor de schulden die in het raam van de samenwerking worden aangegaan staan zij in onder verband van hun hele vermogen (althans in de burgerlijke vennootschap waarover het hier gaat). Wanneer één vennoot (of een derde) belast wordt met het voeren van de zaak dan betekent dit dat hij de macht krijgt om met het oog op de realisatie van het doel en binnen de andere perken van zijn macht (beperkingen aangebracht door de vennoten) over de door de vennoten voor samenwerking voorbehouden goederen te beschikken en, m.b.t. de schulden, de vennoten met hun gehele vermogen te verbinden. Deze macht van de zaakvoerder is essentiële vertegenwoordigingsmacht, maar de vertegenwoordigingsfiguur is complex door de veelheid van opdrachtgevers, door het niet samenvallen van het actiefvermogen, het voorbehouden vermogen waarover de vertegenwoordiger beschikt, en het passief vermogen, de gehele vermogens van de opdrachtgevers die de opdrachthouder verbindt. Op te merken valt dat ook zonder erkenning van de rechtspersoonlijkheid der vennootschap er toch een "afgescheiden" vermogen aanwezig is, afgescheiden van het vermogen der afzonderlijke vennoten en ten

(1) Zie nr.

(2) Niet te begrijpen in de commerciële betekenis!

behoefte van de samenwerking. Al zou dit vermogen nog "eigendom" blijven van de vennoten zelf, het is tenminste kwalitatief van hun persoonlijk vermogen gescheiden omwille van de contractueel op de voor de samenwerking voorbehouden goederen rustende (beschikkings-)bevoegdheid van een ander, de zaakvoerder, of alleszins omwille van de door het vennootschappelijk doel beperkte eigen bevoegdheid van de "eigenaar"-vennoot.

In vele gevallen zullen de aangebrachte goederen door de vennoten overigens aan de nieuwe (exclusief) beschikkingsbevoegde, de zaakvoerder, en omwille van het waarmaken dezer bevoegdheid, ter hand gesteld worden, in eigendom worden overgedragen. De overdrager krijgt dan in ruil een vorderingsrecht tegenover de zaakvoerder, een vorderingsrecht tot teruggave, na het beëindigen van de vennootschap, van de waarde der overgedragen zaak zoals deze waarde inniddels evolueerde door de "werking" van de vennootschap.

Rechtspersoonlijkheid toekennen aan deze samenwerkingsvorm betekent dan - zoals boven aangestipt - het tegenover alle derden bevestigen van deze complexe opdrachtfiguur, zodat alle derden, deze die omwille van de samenwerking handelden en deze die met de afzonderlijke vennoten handelden, de door de samenwerkenden gestipuleerde "afscheiding" van vermogens en bevoegdheid van de zaakvoerder op bepaalde vermogensbestanddelen van de vennoten moeten erkennen. Daarom is ook het vereiste voor de rechtspersoonlijkheid de publicatie, het plechtig en in bepaalde vorm bekendmaken van de "voorbehouden vermogensbestanddelen" (het kapitaal) en van de bestemming dezer vermogensbestanddelen (vennootschappelijk doel) en de modaliteiten waaronder zij en door wie zij aangewend kunnen worden (nadere bevoegdheidsomschrijving van de zaakvoerder). ^{eerste} aanduiding en

Wanneer de samenwerkenden hun gehouden zijn willen beperken tot de aangebrachte goederen dan zal de aanduiding van deze goederen, het vennootschapskapitaal, het belangrijkste zijn bij de publicatie. Voorwaarde om dit gehouden zijn aldus te beperken is overigens het niet terugtrekken van deze aangebrachte goederen. Wanneer dit niet hun bedoeling is dan is de bekendmaking van de extra-bevoegdheid van één onder hen, de zaakvoerder, of de bevoegdheid van allen om mekaar te binden, het belangrijkste bij de publicatie (1).

(1) Zie bijv. de vereisten van publicatie bij de V.O.F. (art. 7 Venn.-W.): geen bekendmaking van kapitaal is vereist.

Het als (rechts-)persoon aanduiden van deze samenwerkings- (vertegenwoordigings)figuur komt tegemoet aan een vuistregel uit het (Belgische) recht, regel luidende dat één persoon slechts één vermogen kan "hebben", welke regel mede als achtergrond heeft dat elk vermogen van iemand moet zijn.

Het vermogen dat voor de samenwerking voorbehouden was en dat ofwel nog in eigendom van de vennoten (maar met beperkte beschikkingsbevoegdheid) stond ofwel - wat meestal het geval was - aan de zaakvoerder was overhandigd vormt nu een apart geheel, duidelijk gescheiden en "toebehorend aan de rechtspersoon". Aldus wordt vermeden dat derden die met de zaakvoerder handelen en niet op de hoogte zijnde van zijn "dubbel leven", enerzijds als gewoon man, anderzijds als zaakvoerder, het gehele vermogen waarover hij blijkbaar mag beschikken als zijn vermogen zouden nemen.

Door het onderbrengen bij de rechtspersoon van het speciale vennootschapsvermogen brengt men een klare afscheiding teweeg tussen dit vermogen en het andere, door de vennoten niet voor de samenwerking voorbehouden "persoonlijk" vermogen. Men kan bovendien zeggen dat de vennootschapsgoederen, waarvan het ten gevolge van de samenwerking niet meer duidelijk is van wie ze zijn maar waarover de zaakvoerder de beschikking heeft, toch duidelijk van iemand worden, m.n. van de rechtspersoon.

De beeldspraak "rechtspersoon" heeft nog een ander voordeel. Daar waar de beschikkingsbevoegde zaakvoerder, de vertegenwoordiger van de vennoten, in de vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid een concreet iemand is, die er niet altijd zal zijn is de rechtspersoonlijkheid van de vennootschap de bevoegde, abstracte, vertegenwoordiger, d.w.z. met de rechtspersoonsfiguur institutionaliseert men de complexe opdrachtsfiguur zelf en men personifiëert ze (1).

De hele complexe opdrachtsfiguur van de vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid wordt daarmee doorzichtiger en meer hanteerbaar: men gaat ze aanduiden als ware ze een persoon en van deze persoon (in het kader van deze figuur) krijgt de concrete zaakvoerder dan zijn opdracht.

- (1) Daarmee is juist niet gezegd dat de rechtspersoon de vertegenwoordiger is van de vennoten, integendeel: ze is de aanduiding van de vertegenwoordigingsband. De beeldspraak persoon (vertegenwoordiger) leidde ertoe dat men, om te staven dat de vennoten in de onvolkomen rechtspersoonlijkheid bezittende vennootschap (V.O.F.) tegelijk met de verbondenheid der vennootschap zelf ook verbonden waren, inriep dat de vennoten vertegenwoordigd werden door de vennootschap zelf. Dit is niet zo. Voor zover bijv. de V.O.F. rechtspersoon is, duidt dit op de band tussen zaakvoerder-vertegenwoordiger en het preferentiëel vennootschapsvermogen. Daarnaast heeft de zaakvoerder de macht om het hele vermogen van de vennoten te binden. Hij treedt dan op in een dubbele hoedanigheid, m.n. enerzijds als bevoegde t.a.v. dit bij voorkeur voorbehouden vermogen als zaakvoerder van de vennootschap en anderzijds als vertegenwoordiger van de vennoten persoonlijk m.n. daar waar hij hen bindt m.b.t. hun gehele vermogen.

Rechtspersoonlijkheid wordt nu gezien als het tegenover alle derden tegenstelbaar maken van de samenwerkingsovereenkomst en een daarin passende vertegenwoordigingsfiguur. Vereist hiervoor, d.w.z. voor het tegenover iedereen tegenstelbaar maken is, naar algemeen gebruikelijk in ons recht, een bekendmaking van de rechtsverhouding in een bijzondere vorm, een vorm die door de wet wordt voorgeschreven en waaraan de wet dan ook het gevolg hecht dat iedereen van het gepubliceerde op de hoogte moet zijn. Zonder deze bijzondere publicatievorm zal er geen rechtspersoonlijkheid zijn, d.w.z. geen tegenstelbaarheid tegenover allen, maar zonder deze bijzondere publicatievorm zal er wel tegenstelbaarheid zijn tegenover sommigen, m.n. tegenover hen die op andere dan de wettelijk geconsacreerde wijze op de hoogte waren gebracht van het bestaan en de inhoud der samenwerkingsovereenkomsten op voorwaarde dat de samenwerkenden dit op de hoogte zijn van anderen kunnen bewijzen.

Een voorbeeld daarvan vindt men in artikel 15 van het Belgisch Wetsontwerp tot wijziging van de wetgeving betreffende de handelsvennootschappen. Luidens dit artikel kunnen akten en uittreksels van akten van vennootschappen tegenover derden eerst worden ingeroepen vanaf de dag der bekendmaking ervan in de Bijlagen van het Belgisch Staatsblad, tenzij de vennootschap aantoonst dat derden er tevoren van kennis droegen. Derden kunnen zich niettemin beroepen op akten die nog niet bekendgemaakt zijn (1).

-
- (1) In dezelfde zin regelt het artikel verder nog een "inkijkperiode" van het B.S.: voor de zestiende dag na de publicatie in de Bijlagen kunnen de akten tegen derden worden ingeroepen, tenzij deze derden aantonen dat ze nog geen kennis van deze Bijlagen konden nemen. In een laatste alinea regelt het artikel 15 dan nog het geval van tegenstrijdigheid tussen de neergelegde akte en de gepubliceerde akte der Bijlagen. Slechts de "echte" akte (de gedeponeerde) kan tegenover derden worden ingeroepen. Derden zelf kunnen de gepubliceerde akte inroepen tenzij de vennootschap aantoonst dat de derden van de gedeponeerde tekst kennis droegen.

Men kan zich dus voorstellen dat een vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid van bijna hetzelfde voordeel als de vennootschap met rechtspersoonlijkheid kan genieten wanneer aan de derden waarmee normaal zal gehandeld worden de belangrijkste bepalingen van de vennootschapsovereenkomst worden bekendgemaakt, bijv. afgedrukt worden op (de achterkant van) briefpapier en faktuur of op meer bijzondere wijze in contracten met deze derden worden opgenomen. Deze laatste gang van zaken zal men meer aantreffen bij tijdelijke vennootschappen, die geen rechtspersoonlijkheid genieten, d.w.z. waarbij de samenwerkingsovereenkomst en de vertegenwoordigingsfiguur niet geïnstitutionaliseerd en tegenover alle derden tegenstelbaar gemaakt worden, omwille van de slechts beperkte duur en het beperkte voorwerp van de vennootschap. Ook meer duurzame samenwerkingsvormen kunnen deze techniek aanwenden. Het wordt dan natuurlijk de moeilijke weg kiezen en men zal altijd ervoor moeten zorgen het bewijs te kunnen leveren dat derden waarmee men gehandeld heeft van het bestaan en de inhoud der overeenkomst op de hoogte waren.

211. De burgerlijke vennootschap 'La Copropriété Foncière' treedt aldus op als "La copropriété foncière". Derden die met de beheerder handelen, in zijn hoedanigheid van beheerder van de vennootschap, weten wel precies dat ze met een vennootschap handelen en kennen ook wel de essentiële bepalingen van de vennootschapsovereenkomst. Zij zullen, omwille van de omvang der contracten - het zijn immers contracten m.b.t. onroerende goederen - precies de bevoegdheden van de beheerder nagaan.

De vennoten van "La copropriété foncière" worden mede-eigenaars genoemd. Hun rechten zijn i.c. onroerende rechten (1). Ze hebben echter niet tijdens het bestaan en niet na de ontbinding van de vennootschap enig recht ^{op} de onroerende goederen zelf. Uit de statuten blijkt dat ze slechts recht hebben op de aan hun participatie evenredig deel in de waarde van de onroerende goederen die eventueel door vereffenaars verzilverd worden.

(1) Aldus de Belgische rechtsleer die art. 529 B.W. ('Roerend door wetsebepaling zijn aandelen of belangen in maatschappijen van geldhandel, koophandel of nijverheid, ook wanneer onroerende goederen, tot die ondernemingen betrekking hebbende, aan die maatschappijen toebehoren. Die aandelen of belangen worden slechts ten opzichte van ieder der deelgenoten geacht roerend te zijn, zolang de maatschappij duurt') interpreteert als zijnde enkel van toepassing op vennootschappen met rechtspersoonlijkheid. (Zie bijv. De Page, t. V., nr. 712 e.v.).

Niettemin zijn zij de rechtstreekse gerechtigden, hoeft men bijv. geen beroep te doen op de trust-constructie, waarbij de beheerder eigenaar zou zijn en de "trust-goederen" in zijn persoonlijk vermogen zouden vallen, met de nare gevolgen van dien.

Van het zogenaamde gebrek aan rechtspersoonlijkheid wordt geen nadeel ondervonden. Weliswaar is de overdracht van aandelen onderworpen aan de regels terzake van overdracht van onroerende rechten, wat de verhandelbaarheid van de aandelen tekort doet maar zoals boven gesteld is dit niet zo erg (lange termijn - belegging). Is het, zoals moge blijken uit de statuten, het opzet geweest een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid te organiseren dan kan men daar, buiten de wet om, slechts ten dele in slagen. Zoals gesteld gaat dit slechts alleen tegenover contracterenden van wie bedongen wordt dat ze afzien van hun bevoegdheid de vennoten persoonlijk te vervolgen. Voor verbintenissen die **niet** uit een rechtstreeks contract tussen de beheerder en de derde volgen gaat dit bedingen uiteraard niet.

c. De burgerlijke vennootschap : een aanwendbare techniek voor gemeenschappelijke vastgoedbelegging?

212. In de prospectus van 'La Copropriété Foncière' heet het : 'Met de bezorgdheid om de voordelen van de onroerend goed belegging te behouden maar aan de nadelen ervan te verhelpen hebben financiële- en vastgoedexperten de formule van het 'Collectief Onroerend Fonds' uitgewerkt. Met aanpassing van bepaalde modaliteiten kan nu in België deze nieuwe vorm van mede-eigendom en onroerende belegging toegepast worden die al een belangrijk succes kent in Duitsland, Frankrijk en Zwitserland' (1).

212. 1. Onderzoeken we nu even welke 'modaliteiten werden aangepast'. Vooreerst is er de beheersvennootschap. Behalve dat zij 'financiële en vastgoedexperten' ten dienste heeft gehad bij het uitwerken van de formule en dat zij, luidens hetzelfde prospectus, 'over gespecialiseerde handels-, technische-, juridische- en fiscale diensten beschikt' wordt bij de reclame niet erg de soliditeit en de vertrouwenswaardigheid benadrukt. Van de beheersmaatschappij worden wel de beheerders, de directie en de commissarissen aangeduid en verder de noodzakelijke verwijzingen naar de statuten-publicatie in de Bijlagen van het Belgisch Staatsblad gegeven.

Bij de aanvang van de bespreking van het COF hebben we de geschiedenis van de beheersmaatschappij weergegeven. In de optiek dat elke vorm van sollicitatie van het spaarwezen om de aldus ingezamelde gelden te beleggen een vertrouwen in de beheerder veronder-

(1) Pittig detail : Nederland, met zijn belangrijke vastgoedfondsen werd hier vergeten. In een rondschrijven van 1971 wordt als illustratie van het succes van vastgoedfondsen in andere landen Nederland wel vermeld. Een verwijzing naar het Franse 'succes' (men herinnert zich wel de 'scandales immobiliers') werd toen echter achterwege gelaten.

stelt en dat de beheersmaatschappij blijken moet geven van soliditeit, leek ons de IIS-geschiedenis betekenisvol.

In het enige land waar ten tijde van de emissie der COF-participaties een reglementering bestond, met name in Zwitserland, zou een vennootschap die geen doelbeperking heeft, waarvan de aandelen niet op naam luiden (zodat tegenstrijdige belangen niet kunnen gecontroleerd worden) en die in haar korte geschiedenis van twee jaren drie 'reddingsoperaties' (de achtereenvolgende kapitaalsinjecties) moest meemaken zonder dat dit zelfs tot een batig saldo kon leiden, geen toelating van de toezichthoudende overheid verkregen hebben om de fondsleiding op zich te nemen.

In Duitsland zou IIS evenmin toegelaten worden als beheerder.

In Frankrijk zijn geen vereisten gesteld om het beheer van beleggingsvennootschappen op te nemen maar zou de COB vermoedelijk wel de publicatie van een balans als deze van IIS doen opnemen in het emissieprospectus.

Op dit gebied werden dus wel aardig wat 'modaliteiten aangepast'.

Ook op het vlak van het gevoerde beleid zelf toonden we tot tweemaal toe aan dat IIS een loopje nam met de regels die betreffende het beleggingbeheer algemeen aanvaard zijn en waarvan de naleving als evident wordt verwacht door de spaarders, regels die echter niet door de wet (art. 1832 e. v. BW) of de statuten uitdrukkelijk worden voorgehouden.

Een van deze regels die bijv. in de Zwitserse beleggingsfondswet centraal staan is de gelijke behandeling van alle beleggers.

Deze gelijke behandeling werd door IIS op ergerlijke wijze verstoord door ten aanzien van sommige intekenaars af te zien van haar beheerscommissie.

De intekenaars die op deze wijze kunnen beleggen doen daar heelwat voordeel bij : de rente die voor iedere spaarder dezelfde is, in percentage, is in verhouding tot hun inleg veel meer dan voor

de anderen die wel een beheerscommissie dienden te betalen.

Bovendien zijn de beleggers die 'vrijstelling' kregen van het betalen der beheerscommissie nog de meest kapitaalkrachtigen : voor 'belangrijke intekeningen' werd deze praktijk gevoerd.

Tenslotte heeft de beheerder door deze handelwijze moedwillig zijn eigen solvabiliteit in het gedrang gebracht, een solvabiliteit die voor alle beleggers een waarborg dient te zijn. (1)

Welsiwaar werd door de beheersmaatschappij zelf, na een hele tijd, de gedelegeerd beheerder in die functie ontslagen, wat met voornoemde praktijk te maken zou hebben gehad. De beleggers, aandeelhouders van de burgerlijke vennootschap hebben hiervan echter, blijkens de notulen van hun algemene vergadering, geen kennis genomen en zelf geen maatregelen kunnen treffen. In de rapporten van de commissaris revisor en van de raad van toezicht aan de algemene vergadering van COF-participanten wordt er geen gewag van gemaakt.

Verder hebben we gemeend de aandacht te moeten trekken op de voor het COF voorgelegde rekeningen, gecertificeerd door de commissaris-revisor, waarin als 'eigendom' van een bepaald gebouw een bedrag staat ingeschreven terwijl de eigendomsacte (lees : de acte van vestiging van erfpacht) pas drie maanden na het afsluiten van deze rekeningen zou verleeden worden. Wellicht was er voor het afsluiten van de rekeningen wel een onderhandse acte opgemaakt (in de verslagen wordt zoiets echter niet vermeld) en dan zou dit een rechtvaardiging zijn voor deze balanspost. Waar het om beleggers gaat aan wie 'eigendom' beloofd is (of althans zakelijke

(1) Bij de beschrijving van de IIS-geschiedenis werd gesteld dat de normale beheersinkomsten voor 1970 \pm 3.354.000 Fr. zouden bedragen hebben (7,8% op nieuwe inschrijvingen) plus 514.201 Fr (5% op cessies) plus 400.545 Fr. (geboekt als beheerslast op de COF-rekeningen), in het totaal : 4.268.746 Fr. Op de IIS-rekeningen verscheen slechte een post 'diverse inkomsten' ten belope van 2.695.000 Fr. en zulks terwijl IIS nog andere inkomsten had dan het COF-beheer. Zou het COF-beheer de enige inkomstenbron geweest zijn en zou men alle beheersprovisies getouchéerd hebben dan zouden deze laatste nog net de uitgaven van de vennootschap gedekt hebben (tegenover 4.139.518 Fr. kosten een batig saldo

rechten) , is het niet goed te praten dat zonder meer als eigendom wordt voorgesteld wat precies naar geldend recht het essentiële kenmerk daarvan, nl. de tegenstelbaarheid aan alle derden, mist.

Tenslotte hebben we gewezen op het feit dat de deskundigen in onroerende goederen, die voor een onafhankelijke taxatie van het COF-vermogen dienden te zorgen, welke taxatie mede de grootte van de beheerscommissie bepaalt, dat deze deskundigen zelf als aandeelhouders van de beheersvennootschap , bij kapitaalsverhoging, optraden.

212. 2. Voornoemde gebeurtenissen zijn niet in strijd met de formele juridische bepalingen die de relatie beleggers-beheerder regelen. De gelijke behandeling van aandeelhouders (in de burgerlijke vennootschap) is nergens in de wet als dwingende regel voorgelaten en komt overigens niet voor in de statuten van het COF. Voor de rekeningen van de burgerlijke vennootschappen zijn evenmin wettelijke regelen voorhanden en het optreden van de deskundigen als aandeelhouders in de beheersvennootschap betekent geen uitoefening van de hun krachtens de statuten verboden functies. Niettemin zijn deze gebeurtenissen niet verzoenbaar met de principes van het beleggingsbeheer bij gemeenschappelijke beleggingsfondsen, zoals deze voorliggen in 'andere landen waar deze beleggingsformule een belangrijk succes kende'.

.../...

van + 130.000 Fr.) en zou het reeds bestaande verlies van de vorige jaren niet nog eens met 1.650.127 Fr. zijn verhoogd tot 4.229.711.

Een dergelijke praktijk schijnt overigens reeds van bij het begin van het COF gebeurd te zijn. In 1969 werd voor 32.715.970 Fr. aan beleggingsgeld opgenomen wat een beheerscommissie van 2.549.830 Fr. moest opgeleverd hebben. Op de rekening van IIS voor 1969 kwam echter als 'diverse inkomsten' slechts een bedrag van 544.002 Fr. ! Het verlies van 1968 bedroeg 16.447 Fr. Dit van 1969 wordt 2.563.137 Fr. wat toeliet 1970 te starten met 2.579.584 Fr. verlies.

213. Nu staat het iedere promotor vrij om allerhande onroerend goed projecten op te zetten en daarvoor geld aan te trekken.

213. 1. Wanneer zo'n project echter aangediend wordt als 'beleggingsfonds' dan verwijst men daarmee naar de inhoud die deze term bij het sparend publiek heeft gekregen, dan doelt men op beleggingsbeheer als financiële dienst vanwege een solide instelling, dan doelt men op vertrouwen dat de spaarders in de beleggingsbeheerder mogen stellen.

Zoals andere financiële instellingen zijn daarom de beheersvennootschappen van vastgoedfondsen in Duistland en Zwitserland onderworpen aan een overheidstoezicht betreffende hun vertrouwenswaardigheid. M. b. t. het gevoerde beleid zelf hebben de beleggers geen inspraak (door de instelling wordt een 'programma' aangeboden) maar ze hebben wel het recht om, zo ze van oordeel zijn dat het beleid hen geen voldoening geeft, hun participatie te royeren. In België worden, m. b. t. de roerende waardenfondsen, dezelfde principes vooropgesteld.

In Nederland houden de beleggingsfondsdirecties zich, zonder reglementering, eveneens aan deze opties. Er is een onafhankelijke controle op het gevoerde beleid (de bewaarder is onafhankelijk) en er is geen inspraak van de beleggers in het beleid (de vergadering van participanten is er voor de informatie en beslissingen die genomen worden zijn vooreerst de allerbelangrijkste -afzetten van de beheerder bijv. - en bovendien staat de algemene vergadering daarbij onder 'voogdij' van de 'bewaarder').

213. 2. Enigzins tot een ander publiek richt men zich wanneer een beleggingsformule niet als een financiële dienst maar vennootschapsmatig wordt georganiseerd, als een duurzaam samengaan van beleggers. Onder mekaar zullen deze laatsten dan uitmaken wie de zaken zal voeren en zij zullen deze beleggingsbeheerder controleren.

Het eigenaardige is hier evenwel dat vennootschappelijke controle geven aan de beleggers hypokriet wordt omdat het juist om beleggers gaat die, zoals aangeduid door K. AMONN (zie het hoofdstuk over Zwitserland) niet veel voor zo'n controle voelen.

De beleggers achten zich ofwel onbekwaam om zelf beleggingsobjecten te beoordelen ofwel willen ze verlost zijn van de last die het beleggingsbeheer meebrengt.

De tendens is overigens aanwijsbaar dat zelfs aandeelhouders van commerciële investeringsvennootschappen zich als beleggers gedragen en gewoon niet opdagen te algemener vergadering maar er de voorkeur aan geven hun bank, als vertrouwenswaardige instelling, volmacht te geven om ter stemming te gaan, om de controle uit te oefenen (1).

Als men dan deze beleggingsformule kiest is het nodig dat men voor de juridische vormgeving ervan deze vennootschapsvorm aanwendt die op zichzelf al redelijke waarborgen biedt dat de beheersorganen binnen de perken blijven van wat als eerlijk beheer kan worden aangemerkt, ook zonder dat een effectieve controle vanwege de vennoten aanwezig is. De vennootschapsvorm van het Burgerlijk Wetboek met zijn totaal gebrek aan kapitaals- en beheersregeling is hier niet dienstig, biedt met name te veel ruimte voor praktijken die niet wettelijk verboden maar toch minder elegant zijn. Dit moge duidelijk blijken uit de Franse ervaring met de 'société civile de placement immobilier', constructie waarop 'La Copropriété Foncière' is nagetekend.

213. 3. Aangestipt mag worden dat misbruiken in Frankrijk niet ontstonden omdat de statuten zelf van de 'sociétés civiles' ondeugdelijk opgesteld zouden geweest zijn. Het is echter niet mogelijk in deze statuten alles te regelen en een referentiekader voor niet geregelde punten ontbreekt : de regelen van het Burgerlijk Wetboek zijn te summier. Verder is het gevolg van het klandestien leven van de burgerlijke vennootschap dat er geen enkele overheidsinstantie van eventuele misbruiken kan op de hoogte komen, dat de vennoten zelf alles moeten controleren. Tenslotte zijn er geen strafbepalingen die inbreuken op de wetgeving terzake betreffen, strafbepalingen die de beheerders tot voorzichtigheid zouden aanmanen.

(1) Zie daarover : I. JACOBS, La représentation des actionnaires dans les assemblées générales des sociétés anonymes des six pays du marché commun, Droit et Affaires, nr. 198, Doc. 15/71.

214. De burgerlijke vennootschapsvorm werd door 'La Copropriété Foncière' aangewend omdat de vennoten-beleggers, dank zij de fictie dat deze vennootschap in België geen rechtspersoonlijkheid geniet, aldus mede-eigenaars kunnen genoemd worden en dan ook direct verzekerd zijn tegen een eventueel falen van de beleggingsbeheerder. Verder is de vennootschap fiscaal transparant. Dit zijn niet te onderschatten voordelen voor de beleggers.

Anderzijds is deze formule niet geëigend voor beleggingen van het 'gemeenschappelijk fonds'-type omdat de aandelen te moeilijk verhandelbaar zijn en niet royeerbaar. De inspraak in een algemene vergadering van beleggers is niet te rijmen met het karakter van 'financiële dienstverlening' die bij een 'fonds' voorligt. Voor een formule van duurzaam samengaan tussen beleggers is deze vennootschapsformule evenmin dienstig omdat zij een te streng doorgevoerde controle vanwege de beleggers noodzakelijk maakt : minimum-eerlijkheidsbepalingen (eventueel gesanctionneerd) zijn in het Burgerlijk Wetboek niet gegeven voor vennootschappen. Hier zou wel het instellen van een toezicht ter bescherming van de spaarders een oplossing kunnen bieden, een overheidstoezicht op de soliditeit van alwie te professionelen titel als beleggingsbeheerder voor rekening van anderen optreedt.

§ 3**Naar een Belgische reglementering voor vastgoedfondsen en onroerend goed certificering?****A. Bestaande wetgeving.**

215.1. Voor zover de Belgische wetgeving terzake van het aantrekken, opnemen en beleggen van gespaard geld de bescherming van de spaarders op het oog heeft wordt in het algemeen het principe van de "eerlijke voorlichting" bevestigd. Dit principe werd eerder omschreven als het ervoor zorg dragen dat aan de spaarders juiste en de juiste informatie omtrent de hen voorgestelde operaties wordt gegeven en dat de belangrijkste momenten waarop de spaarders zich een oordeel vormen over deze operaties vrij worden gemaakt van al te agressieve beïnvloeding.

215.2. Daarnaast werden voor de meeste belangrijke financiële ondernemingen reglementeringen uitgevaardigd en een controle ingesteld. Deze reglementeringen stellen vooral het specialiteitsprincipe voorop, omschrijven de enige bepaalde activiteit welke een onderneming mag uitoefenen (beperking van het risico) en bevatten anderzijds bepalingen m.b.t. de solidariteit van deze ondernemingen. Aldus zijn de banken, de andere financiële ondernemingen (omschreven als: die van het publiek fondsen ontvangen, terugbetaalbaar op een termijn van meer dan zes maanden), de private spaarkassen, de gemeenschappelijke beleggingsfondsen, de levensverzekeringsmaatschappijen en de holdings ("portefeuillemaatschappijen") aan een speciale reglementering en - voor de meeste - aan een controle over de naleving van deze reglementering

onderworpen (1).

216. Certificeren van onroerend goed en het opzetten van een vastgoedbeleggingsfonds ressorteren alsnog niet onder een bepaalde activiteitsreglementering. Wel is de emissie van vastgoedcertificaten, en die van aandelen in het vastgoedbeleggingsfonds (de Lendit- en Finimus-operaties worden hier buiten beschouwing gelaten) onderworpen aan de algemene "eerlijke voorlichting"sregeling. Verder is vermeldenswaardig dat de overeenkomst van onroerend-goed-leasing op onrechtstreekse wijze door een B.T.W.-uitvoeringsbesluit gereguleerd is.

217.1. Situeren we nu eerst de "algemene eerlijke-voorlichtings-regeling". Wanneer een financiële operatie gepaard gaat met een publieke emissie van beleggingspapier dan moet het document dat ter informatie aan de beleggers overhandigd wordt van

(1) De banken: K.B. nr. 185 van 9 juli 1935, titel I (Staatsbl., 10 juli 1935); de financiële ondernemingen: Wet van 10 juli 1964 (Staatsbl., 20 juni 1964); de private spaarkassen: K.B. (coördinatie) van 23 juni 1967 (Staatsbl., 30 juni 1967); de gemeenschappelijke beleggingsfondsen: wet van 27 maart 1957 (Staatsbl., 13 april 1957); de levensverzekeringsmaatschappijen: wet van 25 juni 1930 (Staatsbl., 18 juli 1930) - Zie ook: Wetsontwerp op de controle van de verzekeringsmaatschappijen, Doc. Senaat, 1970-71, nr. 269, dat een algemene reglementering en controle beoogt; de holdings: K.B. nr. 64 van 10 nov. 1967 (Staatsbl., 14 nov. 1967). We gaven hier enkel de basisteksten aan die in zeer belangrijke mate aangevuld werden door uitvoeringsbesluiten of "reglementen van met overheidsgezag beklede instellingen", i.c. de controle-organen. Verder dient aangestipt dat er voor sommige ondernemingen nog reglementeringen bestaan die niet de bescherming van de geld-inlegger betreffen maar eerder van de consument van deze instellingen of derden: aldus de reglementering van het hypothecair-, afbetalings- en leasingkrediet, de reglementering betreffende de verplichte autoverzekeringsinstellingen, de reglementering van de kapitalisatiemaatschappijen.

die aard zijn dat het deze beleggers "niet op een dwaalspoor brengt omtrent de aard van de zaak of omtrent van de aan de effecten verbonden rechten" (1). De Bankcommissie, ingesteld o.m. als controle-orgaan (2), houdt daarop toezicht. Daarom dient al wie voornemens is zodanige effecten ter koop of ter ruil aan te bieden daarvan aangifte te doen aan de Commissie. Bij de aangifte wordt een ontwerp-emissieprospectus gevoegd en verder een dossier dat gegevens bevat over de emittent en de voorgestelde operatie alsmede een ingevulde vragenlijst, welke laatste door de Commissie zelf, per geval, wordt opgemaakt (3).

Publieke emissie.

Wat onder publieke emissie dient verstaan te worden is een feiten-aangelegenheid. Het Koninklijk Besluit van 12 november 1969 (4) heeft echter, te exemplatieve titel, aangeduid wat zeker als "openbaar aantrekken van spaargelden" moet beschouwd worden. Drie criteria werden daarvoor gehanteerd: het aanwenden van publiciteitsmiddelen, het beroep doen op tussenpersonen voor het aanbod

(1) Art. 26 en 29 van het K.B. nr. 185 van 9 juli 1935, titel II (uitgifte-regime van effecten).

(2) Ingesteld door titel III van voornoemd K.B. nr. 185.

(3) Voor de gegevens welke in het dossier moeten opgenomen worden: zie art. 27 van voornoemd K.B.; m.b.t. de vragenlijst, en de meestal nog daarop volgende mondelinge besprekingen: zie Jaarverslag Bankcommissie, 1968-69, p. 150.

(4) Staatsbl., 22 nov. 1969, genomen in uitvoering van art. 5 van de wet van 10 juli 1969 (Staatsbl., 24 juli en -erratum- 7 aug. 1969). Voor een toelichting bij dit K.B.: zie Jaarverslag Bankcommissie, 1969-70, 158-161. Zie ook art. 22, § 2, al. 1 van de wet van 10 juli 1964 (Staatsbl., 20 juni 1964) dat als publieke tekoopstelling ook het koop- of ruil-aanbod op bestaande aandelen (Take-over Bid) aanmerkte.

van de effecten en een bepaald aantal personen (50) waartoe een aanbod zich richt. Het aanwezig zijn van één dezer omstandigheden maakt een aanbod publiek uit (art. 1). Verder is met de publieke emissie gelijkgesteld elke publiciteit ertoe strekkende inlichtingen of adviezen aan te bieden of de vraag naar zulke adviezen uit te lokken betreffende effecten die niet reeds op regelmatige wijze aangeboden worden (art. 2).

"Beleggingspapier".

Sinds de wet van 10 juli 1969 is het hier behandelde eerlijke voorlichtingsstelsel van toepassing op vrijwel alle soorten beleggingspapier. Dit stelsel, oorspronkelijk, krachtens de restrictieve interpretatie van artikel 26 van het K.B. nr. 185, slechts van toepassing op de emissie van effecten van kapitaalvennootschappen werd door artikel 22 der wet van 10 juni 1964 uitgebreid tot de effecten van alle handelsvennootschappen (1) en tot obligaties, kasbons of andere leningstitels welke ook de juridische aard ervan of de nationaliteit van de ontleners zou zijn (2) en tot certificaten van aandelen (3). Verder werd ook de emissie van aandelen aan roerende beleggingsfondsen aan het toezicht van de Bankcommissie onderworpen, en zulks door de wet van 27 maart 1957, artikel 2.

(1) Het van toepassing zijn op enkel kapitaalvennootschappen bracht mee dat de meeste buitenlandse vennootschappen, slechts zelden als kapitaalvennootschap opgericht, niet onder het stelsel ressorteerden.

(2) Zie daaromtrent: Jaarverslag Bankcommissie, 1964, p. 97.

(3) Zie Jaarverslag 1963, 100-104. Certificaten van aandelen werden echter vroeger al aan het toezicht van de Commissie onderworpen, zie daarover Jaarverslag 1952-53, 88-89.

De wet van 10 juli 1969 breidde het toepassingsgebied van titel II van het K.B. nr. 185 tenslotte uit tot effecten van alle vennootschapschappen, ook de burgerlijke en de zgn. handelsverenigingen, en tot alle roerende waarden en alle effecten en documenten verhandelbaar of niet, die effecten en waarden vertegenwoordigen welke zelf aan de controle zouden onderworpen zijn (1). Verder werden door artikel 1 van de wet van 1969 ook onderworpen aan de commissiecontrole, deze verrichtingen waarbij roerende waarden werden te koop gesteld "die rechtstreeks of onrechtstreeks rechten op roerende of onroerende goederen tot voorwerp hebben, georganiseerd in een vereniging, onderverdeeldheid of groepering van juridische of van feitelijke aard en die vanwege de titularissen ervan verzaking inhouden van het privaatief genot van deze goederen, waarvan het beheer, collectief georganiseerd, toevertrouwd wordt aan een persoon die te professionalen titel handel" (2). Behoudens bijkomende toestemming van de Minister van Financiën voor buitenlandse waarden (3) is het stelsel van toepassing zowel op binnenlandse als op buitenlandse maar in België te koop gestelde waarden. Vastgoedcertificaten, zoals men die tot nu toe kende en aandelen van het als burgerlijke vennootschap opgezette vastgoedbeleggingsfonds ressorteren dus, de eerste krachtens art. 26 van het K.B. nr. 185 zelf, de tweede krachtens artikel 2 van de wet van 1969 (wijzigend art. 22 Wet 1964), onder het emissie-toezicht van de Bankcommissie.

(1) Deze aanvulling geschiedde door een wijziging aan het reeds voornoemde artikel 22, § 1, van de wet van 10 juni 1964 (art. 2 Wet van 10 juli 1969).

(2) Toelichting bij deze wet: Jaarverslag Bankcommissie, 1968-69, 147-148.

(3) Art. 108 van Titel V Wetboek van Koophandel.

Emissieprospectus.

Het informatie-document dat aan de beleggers ter hand wordt gesteld moet één enkel document zijn, een emissieprospectus (1). Wel is het de praktijk dat de uitgifte gesignaleerd wordt in de periodieke mededelingen van vaste emissie-instellingen als bijv. de banken en dat daarbij de essentiële kenmerken van de operaties medegedeeld worden: deze kleinere informatie mag wel gegeven worden maar hierin mogen er geen nieuwe of van de prospectus afwijkende mededelingen gedaan worden (2). Het informatie-document moet steeds bij het intekencontract gevoegd worden. Wat in het prospectus moet verteld worden, m.a.w. welke informatie er nodig is opdat de spaarders niet op een dwaalspoor zouden gebracht worden, staat overigens vast (3): de Commissie oordeelt daarover zelf aan de hand van de prospectus enerzijds en de bijkomende dossierinformatie omtrent de vennootschap en de voorgestelde operatie anderzijds (4).

(1) Zie daaromtrent: Jaarverslag Bankcommissie 1962, p. 97 en 1966, p. 147.

(2) Voor de ontoelaatbaarheid van informatie buiten de prospectus: Jaarverslag Bankcommissie 1968-69, 153-154.

(3) Onverminderd de bepalingen van de artt. 36 en 82 Venn.-W. betreffende de mededelingen (publicatie in de Bijlagen van het Belgisch Staatsblad) bij emissie van aandelen en obligaties van naamloze vennootschappen. Uit de praktijk kan er wel een "beeld" van de emissieprospectus-inhoud gekregen worden. Zie daarvoor J.J. Strijckmans, Les valeurs mobilières en droit belge, in: Le régime juridique des titres de sociétés en Europe et aux Etats-Unis, Brussel, 1970, p. 481-482.

(4) Een voorbeeld daarvan uit het Jaarverslag 1968-69 (150-152). Geoordeeld werd dat een tegen gunstige voorwaarden afgesloten toeleveringscontract van halfruwe grondstof, een contract dat in belangrijke mate bijdraagt tot de exploitatiezekerheid van een vennootschap, in de emissieprospectus van een operatie op aandelen dezer vennootschap dient vermeld te worden, zeker wanneer het gunstige resultaat van dit contract nog niet blijkt uit de rekeningen. De Commissie heeft evenwel geen onderzoeksbevoegdheid naar de juistheid van de verstrekte informatie maar wie bewust valse inlichtingen geeft wordt gestraft.

Men zou de bevoegdheid van de Bankcommissie echter tekort doen door ze voor te stellen als alleen maar betrekking hebbende op de controle der informatie. Artikel 29 van het K.B. nr. 185 is be-
duidend breder. De aanhef van dit artikel luidt immers: zo de bankcommissie van oordeel is dat het openbaar te koop stellen..., wanneer ze kennis heeft gekregen geschiedt in omstandigheden die de spaarders op een dwaalspoor kunnen leiden... zo'n omstandig-
heid kan o.i. bijvoorbeeld een te grote decalage tussen de juri-
dische organisatie van een verrichting enerzijds en de economische
realiteit ervan zoals die mag blijken uit de opstelling van de be-
trokken partijen die aan het publiek niet onbekend blijft, ander-
zijds. Het publiek zou, te goeder trouw, wellicht eerder deze
economische situatie voor waar aannemen en achteraf bedrogen uit-
komen wanneer, bij een falen, zou blijken dat de "rechten" die
het heeft, ontspruitend aan de juridische "vertaling" die de pro-
motors van de verrichting aan hun relaties gaven, niet overeen-
komen met wat op grond van de economische voorstelling van zaken
(als juridische vertaling normaal zou zijn) redelijkerwijze mocht
verwacht worden. Wellicht mag in deze optiek de tussenkomst van
de Bankcommissie bij de emissie van de eerste vastgoedcertifi-
caten begrepen worden. Daar is er immers sprake van "waarborgen"
die blijkbaar op aandringen van de Commissie, "aan de constructie
werden gehecht, bestemd om de rechten te beschermen van de certi-
ficaathouders, die aanvankelijk bijna volledig aangewezen waren
op de goede trouw van hun mede-contractant". De tussenkomst van
de Commissie geschiedde, zo moge blijken uit de randvermelding,
uitdrukkelijk op grond van het hier behandelde artikel 29 van
genoemd Koninklijk Besluit (1).

(1) Jaarverslag Bankcommissie, 1965, 111-112.

Het is onwaarschijnlijk dat de Commissie zonder meer waarborgen voor de beleggers zou eisen op grond van een bepaling die haar dat juist niet toelaat. Wanneer de Commissie echter deze waarborgen, i.c. het onderbrengen in een aparte vennootschap van de emissieactiviteit en het als "trustee" uitoefenen van de vordering tot de opbrengst der onroerende goederen tegenover de juridische eigenaar, en verder de solidaire borgstelling vanwege de plaatsende bank, borgstelling met de genoemde emissievennootschap, eiste dan lijkt dit geweest te zijn omdat de voorstelling door de promotors van de economische gang van zaken bovengenoemde juridische waarborgen als consequente juridische vertaling vorderde.

Wanneer men de zaken immers voorstelt alsof de hele ingewikkelde constructie tussen de belegger en 'zijn' belegging slechts dient als "doorgeven" van een opbrengst die overigens veilig wordt doorgegeven, apart zal worden geadministreerd (boekhoudsmatig) enz... dan zou de belegger op een dwaalspoor zijn gebracht wanneer hij op deze economische voorstelling als de ware voorstelling betrouwend, toch bij een falen van de doorgever, een falen, dat zelfs niets te maken heeft met de belegging zelf maar wel met andere activiteiten van de "doorgever" zou moeten ervaren dat hij gewoon zijn zelfs 'apart' gehouden opbrengst zou zien verloren gaan (ten dele) ten voordele van andere crediteuren en dit omdat de juridische constructie niet dezelfde was als de economische voorstelling van de operatie.

Evenzo zouden de beleggers op een dwaalspoor zijn gebracht wanneer de bank die de certificaten onder het publiek brengt zich zo opstelt dat haar houding de beleggers ertoe moet aansporen de goede faam van de bank als garantie te nemen voor de solidariteit van nieuw geïntroduceerde, en overigens door de 'groep' van de bank geplaatste, beleggingswaarden, wanneer de beleggers daarop voortgaande certificaten zouden kopen maar achteraf zouden ervaren dat de bank zich zonder meer zou terugtrekken, zou beweren

als een gewiekst marchandeur enkel de stukken verkocht te hebben en het hele garantiespelletje - de inzet van haar goede naam - slechts als een reclametruuk te hebben opgezet.

Wanneer de bank op deze grove wijze het gewekte vertrouwen van de beleggers zou beschamen, wanneer de hele verrichting zou mislukken omwille van het afwezig zijn van de door de bank "voorgehouden" soliditeit der emittent, dan zouden de beleggers de bank zeker tot schadeloosstelling kunnen aanspreken (1). Deze schadeloosstelling zou dan een achteraf-correctie zijn aan de slechte juridische vertaling van de economische relaties. Het zou echter een "reparatie" zijn: de beleggers zouden, als de schade geleden is, de bank moeten aanspreken en daarbij een zware bewijslast dragen. Beter is het daarom "te voorkomen dat de beleggers op een dwaalspoor worden gebracht" door vooraf correcties aan te brengen. Ofwel gedraagt de bank zich als een gewone verkoper van effecten van andere vennootschappen, ofwel stelt ze zich zo op dat de beleggers omwille van haar tussenkomst, haar goede naam, kopen, maar in dit geval moet de bank deze economische opstelling ook juridisch correct transponeren, i.c. zich ook juridisch borg stellen.

(1) H.R.B. Kortrijk, 2 sept. 1971 (niet gepubliceerd) waarbij een bank werd veroordeeld tot het betalen van schadeloosstelling aan firma's die met een later gefailleerd handelaar hadden gecontracteerd, daarbij gelovend in de solvabiliteit van de handelaar en daarbij voortgaande op de grote kredieten welke deze van de bank kreeg. De rechtbank was van oordeel dat de derden-contractanten omwille van de grote bankkredieten redelijkerwijze op de kredietwaardigheid van de handelaar mochten vertrouwen en dat de bank, nu zij tengevolge van grove nalatigheid bij het toekennen van krediet tekort gekomen was aan haar zorgvuldigheidsplicht en het rechtmatig vertrouwen van de derden-contractanten beschaamd had.

Actiemiddelen van de Commissie.

Wanneer de Commissie van oordeel is dat de omstandigheden waarin de operatie aangebracht wordt op een dwaalspoor zou kunnen brengen dan geeft ze daarvan kennis aan de betrokken 'promotors'. Zo deze laatsten geen rekening houden met de aanmerkingen van de Commissie dan kan de Commissie de voorgestelde operatie voor een termijn van drie maanden verbieden. De commissie kan ook haar beslissing openbaar maken (1). Inbreuken op de verplichting de emissiedocumenten aan de Commissie voor te leggen of inbreuken op het verbod om de emissie te laten plaatsgrijpen worden met correctionele sancties bestraft (2).

217. 2. Naast de zorg voor eerlijke informatie voor de beleggers is het tweede luik van de algemene eerlijke voorlichtingsregeling het van al te agressieve beïnvloeding vrijmaken der belangrijkste beoordelingsmomenten van de spaarder.

Het belangrijkste beoordelingsmoment, nl. de aankoop van of het intekenen op beleggingspapier, is aldus, krachtens artikel 1 en 2 van het K.B. nr. 71 van 30 november 1939 (3), onttrokken aan de invloed van démarcheurs. Het aan de man brengen van waardepapieren is praktisch voorbehouden aan uitoefenaars van gereguleerde beroepen als bankiers en wisselagenten (4). Dit laat de spaarders toe op eigen initiatief het ogenblik te kiezen waarop hij eventuele beleggingen zal beoordelen en rustig ze kunnen vergelijken tussen verschillende projecten.

-
- (1) Art. 29, al. 4. Van haar bevoegdheid om beslissingen openbaar te maken maakt de Bankcommissie, in tegenstelling met de Franse CCE, geen gebruik en dit om het vertrouwen tussen de commissie en de vennootschappen niet te schokken. Wel vindt men, voor de gewone lezer van alle identificaties ontdane, mededelingen in de Jaarverslagen.
 - (2) Art. 42 K.B. nr. 185, verwijzend naar art. 179 (door de coördinatie art. 204 geworden) Venn.-W.
 - (3) Staatsbl., 1 dec. 1939. De toepassingsfeer van dit K.B. is door het reeds genoemde K.B. van 12 november 1969, art. 1, uitgebreid tot alle roerende waarden. Artikel 1 van het K.B. nr. 71 handelt over reeds uitgegeven waarden, art. 2 over effecten die nog gecreëerd moeten worden.
 - (4) Respectievelijk K.B. nr. 185 van 9 juli 1935 en Titel V van het Wetboek van Koophandel.

218. Zoals reeds vermeld is de leasing-overeenkomst zelf op onrechtstreekse wijze gereglementeerd door het Koninklijk Besluit nr. 30 van 28 december 1970 "met betrekking tot de toepassing van de B.T.W. op een onroerende financieringshuur" (1). Artikel 18, § 2 van de B.T.W.-wet (2) bepaalt dat als dienst wordt aangemerkt (en niet als verhuring van onroerende goederen) de leasing van bedrijfsgebouwen, toegestaan door een gespecialiseerde leasingonderneming die de gebouwen heeft laten oprichten met betaling van de belasting of ze verkregen heeft volgens de bepalingen van artikel 9, § 3 (gekocht). De B.T.W. die door de leasingnemer betaald wordt zal dan door deze laatste kunnen afgetrokken worden aangezien hij per definitie handelaar of nijveraer en dus belastingsplichtige is. Het Koninklijk Besluit nr. 30 bepaalt dan wat onder contract van onroerende financieringshuur moet begrepen worden. Dit contract moet betrekking hebben op gebouwde onroerende goederen die opgericht of verkregen worden door een gespecialiseerde vastgoedleasing-onderneming overeenkomstig de gespecificeerde aanwijzingen van de toekomstige leasingnemer om door hem in de uitoefening van zijn handels- of nijverheidswerkzaamheid te worden gebruikt. Verder moet het genot van de gebouwen en de grond waarop ze zijn opgericht aan de leasingnemer worden toegestaan op grond van een niet opzegbaar en een niet-eigendomoverdragend contract. De leasingnemer moet dan de mogelijkheid hebben om bij het einde van het contract, en tegen een prijs waarvan de vaststellingscriteria in het contract zijn bepaald, de zakelijke rechten over te nemen die de leasinggever bezit op de goederen die de leasinggever bezit op de goederen die het voorwerp zijn van de overeenkomst. Tenslotte

-
- (1) Staatsbl., 30 dec. 1970. De roerende financieringshuur (financial lease, niet operationele leasing) is rechtstreeks gereglementeerd door het K.B. nr. 55 van 10 nov. 1967 (Staatsbl., 14 nov. 1967) en M.B. 23 febr. 1968 (Staatsbl., 23 febr. 1968).
- (2) Wet van 3 juli 1969, Staatsbl., 17 juli 1969. Over dit artikel 18, § 2, zie: Ministerie van Financiën, Registratie en Domeinen, B.T.W., Aanschrijving nr. 76/70 van 16 nov. 1970, nr. 60. M.b.t. de toepassing van het K.B. nr. 30, alleen op de huur van onroerende goederen die voor de huurder dienstig zijn in zijn handelswerkzaamheid, zie Beslissing van 24 febr. 1971, nr. T. 4906, in: Algemeen Fiscaal Tijdschrift, 1971. p. 219. nr. 49.

wordt bepaald dat het totale bedrag van de sommen die door de leasingnemer worden betaald tijdens de duur van het contract en ingevolge de eventuele lichting van de optie, het de leasinggever moet mogelijk maken het geïnvesteerde kapitaal, verhoogd met de interesten en financiële lasten van de verrichting weder samen te stellen.

Drie elementen staan in deze bepalingen centraal: het contract moet opzegbaar zijn, krachtens het contract zelf mag de eigendom niet overgaan maar er moet een optie zijn voor de leasingnemer om de rechten, die de leasinggever op de onroerende goederen heeft, over te nemen, zulks tegen een op grond van het contract bepaalde prijs, en tenslotte moet het geheel der in het raam van het contract en ingevolge het optielichten betaalde sommen een wedersamenstelling zijn voor de leasinggever van de investering (plus interesten) en de financiële lasten van de operatie. Het tweede vereiste onderscheidt vastgoedleasing van huurkoop. Bij deze laatste formule is van bij het begin "overeengekomen" dat de eigendom zal overgaan op de huurder (de prijs staat dan overigens vast van bij het begin), bij leasing is dit niet het geval (1). Verder is er voldoende juridische vrijheid gelaten om het leasingcontract uit te werken: de leasinggever kan eigenaar van grond en gebouwen zijn, hij kan ook erfpachter zijn van de grond en de gebouwen, hij kan ook een opstalrecht op de grond hebben verkregen. In dit verband lijkt het ons dat "eigendom" in de zin "niet-eigendomsoverdragend contract" moet begrepen worden als echt niet overdragend, krachtens het contract, van de "rechten" (eigendom, erfpacht, opstalrecht op de grond en eigendom van gebouwen) die de leasinggever op de grond en de gebouwen heeft. Dit komt dan overeen met de aanduiding in de tekst dat de optie moet betrekking hebben op de "zakelijke rechten" die de leasinggever over de onroerende goederen heeft.

(1) Over het onderscheid huurkoop - leasing: Gent, 27 juni 1966, R.C.J.B., 1966, 229-244, met noot van L. Vincent en P. Dehain, en ook HRB Luik, 22 april 1971, Jur. Liège, 1971-1972, 30-31.

Tenslotte mag nog aangestipt dat het Koninklijk Besluit nr. 30 de criteria voor het leasing contract breder heeft gesteld dan verwacht werd: deze verwachting was, volgens I. Verougstraete (1) dat het leasingcontract uitsluitend zou betrekking hebben op nieuwe gebouwen, speciaal aangepast aan de specifieke behoeften van de huurder. Zowel de vereiste van nieuwigheid als het "aangepast zijn" vindt men in het K.B. nr. 30 niet terug (wel moeten de gebouwen gebouwd of gekocht zijn volgens de specifieke aanwijzingen van de toekomstige huurder). Verder werd verwacht dat de "huurprijs" zou moeten vastgesteld worden zodat interesten, afschrijvingen en belastingen, administratieve kosten en winstmarge erin zouden begrepen zijn. In de definitieve tekst wordt in dit verband niet meer van huurprijs gesproken maar moet het totale bedrag van huurprijs en optieprijs de gezamenlijke investerings- en administratieve kosten, de winst en de belastingen dekken.

Vermelden we nog dat het nieuwe fiscale regime voor de leasing, eveneens volgens de verwachtingen (2) een vermindering van de "huurprijs" zou voor gevolg hebben. Deze vermindering (bijv. de huurprijs van 8,56 % op de investering wordt 8 %) heeft zich inderdaad voorgedaan (3); of dit enkel te wijten is aan het nieuwe fiscale regime of ook aan de lichte vermindering van de rentevoeten is niet zonder meer duidelijk.

(1) Le leasing immobilier, Rev. Banque, 1970, 121-134, inz. p. 127.

(2) I. Verougstraete, art. cit., p. 130-131.

(3) Tenminste in de door vastgoedcertificaten emissies geherfinancierde leasings in 1971.

B. Een verdere reglementering.

219. Ter gelegenheid van de bespreking der vastgoedcertificaten werd gewezen op de moeizame opeenstapeling van contracten en de kleine correcties die aan de gebruikte formules kunnen aangebracht worden (bijv. per emissie een aparte eigenaarsvennootschap oprichten, wat wel meer kosten zou meebrengen).

Tevens werd als belangrijkste moeilijkheid aangemerkt het feit dat in de gegeven omstandigheden niet juridisch geconsacreerd kan worden dat enkel soliede instellingen de aangewende certificeringstechniek zouden gebruiken, dit terwijl juist de soliditeit van de tot nu toe optredende emittenten het gebrek aan ernstige waarborg van de juridische techniek zelf moet compenseren. Dit compenseren moet wel wat gerelativeerd worden : een groot plichtsbesef en een handelen daarnaar vanwege de emittent kan wel in zekere mate een minder goede juridische formule compenseren - alhoewel ook 'ongelukken' kunnen voorkomen - maar andersom kan een sterke waarborgen biedende rechtsconstructie nooit zo goed zijn dat zij een afdoende bescherming biedt tegen een gebrek aan plichtsbesef.

Een reglementering dringt zich op, een reglementering die uit de economische gegevens bij de vastgoedcertificering de passende conclusie zou trekken dat het hier om een financiële beheersoperatie gaat, waarvoor geld van de spaarders wordt aangetrokken, en dat daarom de onderneming die dit voor doel heeft, zoals alle andere financiële ondernemingen in België, blijken moet geven van een voldoende technische, financiële en juridische organisatie om deze taak te volbrengen.

De preventieve controle, zowel op het aanwezig zijn en blijven van deze organisatie-waarborgen als op de wijze waarop de financiële dienstverlening verloopt, dient daarbij zoals gebruikelijk aan een toezichthoudende overheid opgedragen.

220. Bij de bespreking van 'La Copropriété Foncière' werd aangemerkt dat de burgerlijke vennootschapsvorm niet dienstig is voor de beleggingsformule van een 'gemeenschappelijk fonds' en dat overigens voor een beheersmaatschappij van een gemeenschappelijk fonds nog een strengere controle dan voor andere financiële ondernemingen dient gevoerd te worden.

Verder werd erop gewezen dat ook voor een duurzaam samengaan van beleggers deze vennootschapsformule minder aangewezen is omwille van de met de ingesteldheid van beleggers niet verzoenbare omvang der vereiste vennoten-controle, die door de onvolledige B.W.-regeling nodig gemaakt wordt.

221. 1. Vooraleer te onderzoeken hoe de reglementerings-eisen concreet vorm kunnen krijgen dient eerst de vraag gesteld en beantwoord of er één enkele reglementering dient te komen voor de twee besproken vastgoedoperaties samen dan wel of voor beide apart ook afzonderlijke bepalingen dienen opgesteld.

Voor zowel vastgoedcertificering als vastgoedbeleggingsfonds zijn er gemeenschappelijke vereisten, bijv. de soliditeit van de beheerder. Anderzijds zijn er belangrijke economische verschillen die niet samen onder één reglementering kunnen gevat worden. Zo is de project-belegging die bij herfinanciering van leasing voorligt niet vergelijkbaar met de doorlopende belegging van een gemeenschappelijk fonds.

221. 2. Rekening houdend met deze economische gegevens en met de reeds bestaande wetgeving kunnen de reglementerings-eisen als volgt gegroepeerd worden.

Vertrekpunt is het onderscheid tussen beleggingsbeheer als financiële dienstverlening en belegging in samenwerkingsverband. Bij het eerste gaat het om een belegging waarvan de modaliteiten door de initiatiefnemer op voorhand werden vastgesteld, een belegging die aan het publiek wordt voorgesteld ter intekening, een belegging die exclusief door de deskundige-beheer-

der , zonder inspraak van de intekenaars, zal beheerd worden. Bij de beleggings in samenwerkingsverband gaat het om spaarders die samenleggen, zelf en in onderling overleg bepalen hoe ze de belegging zullen opvatten en dan een onder hen of een derde als te controleren en steeds afzetbaar beheerder aanstellen.

221. 3. Deze tweede vorm van beleggen wordt hier verder niet meer behandeld : in feite gaat het er om een al dan niet vergrote beleggersclub.

Het lijkt ons vanzelfsprekend dat hiervoor de vennootschapsformule wordt aangewend en er werd op gewezen dat de vennootschapsvorm van het Burgerlijk Wetboek (zeker voor grote 'clubs') daarvoor niet dienstig is. Beleggers die aan deze formule willen meedoen zijn dan o. i. voldoende beschermd door de wetten op de handelsvennootschappen en - eventueel - de emissiecontrole vanwege de Bankcommissie.

Wel moet voorkomen worden dat deze beleggingsformule, opgezet in samenwerkingsverband, zich bij het sparend publiek zou gaan aandienen als een belegging van het 'financiële dienst'-type en te eigen nutte zou appeleren op het vertrouwen dat de beleggers in laatstgenoemde formule stellen. Dit kan voorkomen worden door de aanduidingen 'gemeenschappelijk beleggingsfonds', beleggingsfonds, fonds, vastgoedbelegging e. d. voor te behouden voor deze financiële ondernemingen die door de wet gereguleerd zijn, waarvoor er een door de wet ingestelde garantie van vertrouwenswaardigheid is. (1) Verder dient erover gewaakt dat ook de reclame voor de belegging in samenwerkingsverband over haar ware aard niet in dubbelzinnigheid verkeert.

(1) De aanduiding 'gemeenschappelijk beleggingsfonds' is nu reeds voorbehouden voor de roerende beleggings-fondsen die door de wet van 27 maart 1957 worden gereguleerd.

221. 4. Keren we dan terug tot de belegging van het 'financiële dienst'-type. Twee soorten van beleggingen worden door de beheerders aan de beleggers voorgesteld. Het zijn enerzijds de projectsgewijze georganiseerde vastgoedbelegging (bijv. herfinanciering van vastgoedleasing) en anderzijds het gemeenschappelijk beleggingsfonds in onroerende goederen.

Even willen we dit onderscheid toelichten.

Bij de projectsgewijze belegging wordt aan de spaarders één welbepaald beleggingsproject voorgesteld. Vóór ze intekenen weten de spaarders welk onroerend goed zal aangekocht worden, hoe het zal geëxploiteerd worden, eventueel zelfs wie het in huur zal nemen, hoeveel de kostprijs bedraagt, hoe groot ongeveer het te verwachten rendement zal zijn en voor hoe lang hun inleg 'vast staat'. Gedurende de hele tijd wordt het beleggingsobject opgeteerd en nadien wordt de restwaarde geliquideerd. Er zullen slechts zoveel spaarders bij te pas komen als nodig voor de financiering van het project en vóór het beëindigen van de belegging zullen ze hun geld niet kunnen terugkrijgen. Naast het vereiste van soliditeit voor de financiële onderneming die als initiatiefnemer-beheerder van het project zal optreden en een toezicht op een goede juridische vertaling van de economische gegevens zal een verdere onafhankelijke controle over de beheerder slechts betrekking hoeven te hebben op de naleving door deze beheerder van de vooraf vastgestelde beleggingsprojecten.

Bij de gemeenschappelijk fonds-vorm wordt aan de spaarders voorgesteld om deel te nemen aan een belegging waarvoor alleen bepaalde algemene normen m. b. t. de aan te schaffen objecten zijn vastgesteld en waarbij aan de beheerder een ruimere taak is

toebedeeld dan alleen maar het nauwgezet uitvoeren van een bepaald project. Het beleggingsfonds heeft geen bepaalde omvang, nieuwe beleggers kunnen er altijd bijkomen (en het ware overigens wenselijk dat roeyement zou mogelijk gemaakt worden). Het fonds teert ook niet alleen maar de beleggingsobjecten op. Het is niet voor een vast bepaalde termijn opgezet maar voor onbepaalde tijd en 'opgeleefde' onroerende goederen zullen afgestoten worden, andere aangekocht. Hier toe zullen eventueel reserves worden aangelegd. De controle op het door de beheerder gevoerde beleid dient hier dan ook uitgebreider te zijn.

1. Soliditeitscontrole en toezicht op het beheer van de opgenomen fondsen: langs de bestaande wetgeving?

222. Onderzoeken we nu of de soliditeitscontrole en het toezicht over het gevoerde beleid voor beide soorten beleggingsbeheer concreet zou kunnen vorm krijgen door een aanpassing van de reeds bestaande wetgeving.

De controle over project-beheer instellingen zou mogelijks kunnen ingepast worden in de wet van 10 juni 1964 (hoofdstuk 1), die een algemene regeling voor financiële ondernemingen inhoudt. Anderzijds zou de regeling voor vastgoedfondsen best aansluiten bij de wet van 27 maart 1957 op de roerende beleggingsfondsen.

223. 1. De wet van 10 juni 1964 bepaalt ten aanzien van de financiële ondernemingen, waarover de reglementering zich uitstrekt, het volgende.

Om hun activiteit te mogen uitoefenen dienen deze ondernemingen ingeschreven te worden bij de Bankcommissie.

Daarvoor moeten zij aan de volgende voorwaarden voldoen.

Opgericht in de vorm van een handelsvennootschap dient het maatschappelijk kapitaal ten minste vijf miljoen te bedragen (de Bankcommissie beoordeelt de waarde van het netto actief van het maatschappelijk vermogen) (art. 2 bis).

De ondernemingen dienen verder commissarissen-revisoren aan te stellen, die tegenover de Bankcommissie bijzondere meldingsplichten hebben (art. 6). Ook voor de rekeningen welke de ondernemingen aan de Nationale Bank en de Bankcommissie dienen voor te leggen zijn speciale bepalingen voorzien (art. 8). Tenslotte zijn er de gebruikelijke onverenigbaarheden voor de leiders van deze ondernemingen (art. 5).

Naast deze eerder formele vereisten dient de financiële toestand van deze instellingen en het beleid ervan voldoende waarborgen te bieden voor diegenen die hen fondsen hebben toevertrouwd (art. 2, §3, 4°).

Over deze organisatorische en beleidswaarborgen waakt de Bankcommissie. Haar toezicht duurt zolang er nog onverevende verbintenissen zijn uit de bedoelde financiële activiteit van de onderneming (art. 2, § 5). Om haar controle te kunnen doorvoeren zal zij de Nationale Bank vragen onderzoekingen en expertises te verrichten (art. 7). Wanneer een onderneming de genoemde waarborgen in het gedrang brengt dan zal de commissie haar de gelegenheid geven (een termijn) om de toestand recht te zetten en als dit niet gebeurt dan kan de commissie de inschrijving van de betrokken onderneming herroepen. Tegen dit - gemotiveerde - besluit van de commissie is hoger beroep mogelijk bij de Minister van Financiën (art. 2, §3, al. 6).

223. 2. Niet alleen op de financiële instelling zelf wordt toezicht gehouden. Krachtens artikel 3 van bedoelde wet zijn tevens de vormen en de voorwaarden van de financiële operaties welke de instelling ten behoeve van de beleggers verrichten aan de goedkeuring van de Bankcommissie onderworpen. Bij deze goedkeuring kunnen voorwaarden gesteld worden. De goedkeuring kan tijdelijk zijn. Ze kan ingetrokken worden wanneer de gestelde voorwaarden niet worden vervuld. Tenslotte is er, aldus nog steeds artikel 3, ook voor de publiciteit voor deze verrichtingen een machtiging van de Bankcommissie vereist.

224. Ontegensprekelijk houdt deze regeling een voldoende controle over de soliditeit van de beleggingsbeheerder in en een degelijk toezicht over de naleving door deze beheerder van zijn verbintenissen. Deze regeling zou de mogelijkheid scheppen voor de Bankcommissie om niet solvabele instellingen, en operaties, die meer met de financiering van de onderneming van de initiatiefnemer dan met fiduciair beleggingsbeheer te maken hebben, van de vastgoedcertificatenemissie te weren. Onderzoeken we nu of de projectsgewijs georganiseerde vastgoedbelegging, die exclusief door een financiële instelling beheerd wordt, in deze wet kan ingepast worden.

224. 1. Artikel 1 van de wet van 10 juni 1964 stelt dat aan de controle onderworpen zijn de ondernemingen 'die, in welke vorm en kwalificatie ook, van het publiek fondsen ontvangen terugbetaalbaar op termijnen of mits opzeggingen van meer dan zes maand, of die het publiek solliciteren met het oog op het ontvangen van dergelijke fondsen.'

Hetzelfde artikel vervolgt dan : 'Zijn niet begrepen in de fondsen bedoeld in de vorige alinea : 1) de terugbetaalbare

fondsen ingezameld, anders dan door doorlopende uitgifte, volgens één der technieken beheerst door titel II van het koninklijk besluit nro 185 van 9 juli 1935.'

224. 2. Bij de emissie van vastgoedcertificaten werd ervan uitgegaan dat het hier ging om een openbare uitgifte van effecten, als bedoeld in het K.B. nr. 185 (titel II). De emissie werd daarom onderworpen aan de uitgiftecontrole van de Bankcommissie; de emitterende instelling ressorteert dan ook niet onder het toezicht ingesteld door hoofdstuk I van de wet van 1964.

224. 3. Hierbij rijzen een paar vragen. Een eerste is of de activiteit van de instelling die vastgoedcertificaten emitteert niet eveneens onder 'het opnemen van terugbetaalbare fondsen' hoort. Een tweede vraag is dan hoe, als de eerste positief beantwoord zou worden, de of-of regeling van artikel 1 van genoemde wet dient begrepen te worden.

225. Door het aantrekken van beleggingsgelden voor de herfinanciering van onroerende leasing-projecten hoort de emitterende instelling o. i. onder het begrip 'onderneming die, in welke vorm of kwalificatie ook, van het publiek fondsen ontvangt terugbetaalbaar op termijnen of mits opzeggingen van meer dan zes maand, of die het publiek solliciteert met het oog op het ontvangen van zulke fondsen'. Een eerste vereiste is dat het opnemen van fondsen ondernemingsmatig gebeurt, d. w. z. 'een stelselmatig karakter draagt of althans bij herhaling gebeurt' (1).

(1) Aldus de interpretatie van de Bankcommissie, Jaarverslag, 1964, p. 147.

Bij de vastgoedcertificaten-emissies lijkt hieromtrent geen probleem te zijn. Het opnemen van beleggingsgeld gebeurt, zoals na verloop van tijd is mogen blijken, minstens bij herhaling en anderzijds is het ondernemingsmatig karakter ervan duidelijk weergegeven in de statuten van de emitterende instellingen, waarin te lezen staat dat het doel der vennootschap is te participeren in onroerende transacties en certificaten te emitteren die op de opbrengst van deze transacties recht zouden geven.

Een tweede vereiste is dat de opgenomen fondsen 'terugbetaalbaar zijn op termijnen'.

Met het 'op termijn' lijkt geen probleem te bestaan. Zijn inleg kan de certificaathouder 'pas terugkrijgen na afwikkeling van de leasing-verrichting, meestal na 25 of 30 jaar, of, bij sommige projecten, in jaarlijkse schuiven.'

Een andere zaak is of de fondsen 'terugbetaalbaar' zijn.

Bij de bespreking van de vastgoedcertificaten werd gesteld dat in hoofde van de emitterende instelling geen formele verplichting bestaat om aan de certificaathouder minimum de inleg terug te betalen. De certificaathouders hebben echter wel een andere terugbetalingsvordering; met name zullen zij hun inleg terugkrijgen zoals die inmiddels, tengevolge van het optreden van een meerwaarde op de belegging of tengevolge van een min-waarde, veroorzaakt door normaal beleggingsrisico, is geëvolueerd. Deze eventuele meer- of min-waarde is er omwille van het projectgebonden karakter van de belegging. De vordering van de certificaathouder is geen nominale vordering; het bedrag ervan is evenwel bepaalbaar in functie van de in het beleggingscontract aangegeven indices (bijv. minimum-prijs van de overnameoptie bij de leasing, gesteld in percentage van de initiële investering). Ook deze vorm van terugbetaalbaarheid lijkt ons onder het economisch op te vatten begrip 'terugbetaalbaar' in artikel 1 van de wet van 1964 te ressorteren.

226. De emissie van vastgoedcertificaten hoort enerzijds onder het 'opnemen van terugbetaalbare fondsen' wat ertoe zou leiden dat de emitterende instelling zou onderworpen worden aan de controle, ingesteld door hoofdstuk I van de wet van 1964. Formeel ressorteert ze als emissie ook onder titel II van het K.B. nr. 185 wat een uitzondering op de bedoelde controle inhoudt.

227. Hierbij twee aanmerkingen.

227. 1. Bij het op zoek gaan naar een wetgeving waarin de soliditeitscontrole over de beheerder van een projectsgewijze georganiseerde vastgoedbelegging zou kunnen ingepast worden was het uitgangspunt het onderscheid tussen beleggingsbeheer als financiële dienstverlening aan de spaarders en een belegging in duurzaam samenwerkingsverband tussen beleggers onderling. Even willen we schematisch de o. i. vereiste controles herhalen.

- beleggingsbeheer als financiële dienst
 - projectbeleggingen
 - gemeenschappelijk fonds-type

Voor beide is een soliditeitscontrole nodig met strengere vereisten voor het beheer van fondsen dan van projecten. Voor projectsbeheer is verder een toezicht nodig over de naleving van het project-contract.

Voor fondsbeheer is een opportuniteitstoezicht over de verrichte beleggingen vereist. In beide gevallen hebben de beleggers zelf geen inspraak.

Voor beide soorten belegging is een toezicht vereist over de wijze waarop de belegging] aan de spaarders wordt voorgesteld : een emissiecontrole.

- beleggingen in duurzaam samenwerkingsverband
Geen soliditeitstoezicht. Geen controle op
de beheersvoering : beleggers hebben inspraak.
Emissiecontrole.

In beide gevallen kan een openbaar beroep op het spaarwezen gedaan worden. De optiek waarin dit gebeurt verschilt echter. Bij beleggingsbeheer als financiële dienst stelt de emit-tent zich voor als fiduciair beheerder van de ingelegde gel-den. In het tweede geval gaat het om initiatiefnemers die anderen uitnodigen om mee samen te gaan voor een zelf, in onderling overleg, te bepalen belegging. Bij duurzaam-samen-gaan formules wordt het werkingskapitaal aangetrokken om het samenwerkingsdoel te realiseren. Bij de fiduciair-beheer for-mule is dit niet zo : de werkzaamheid van de beheerder is precies geld op te nemen en dit voor rekening van de spaar-ders te beleggen.

227. 2. De moeilijkheid die zich nu voordoet is de volgende. Het openbaar beroep op het geldbezittende publiek, zoals geregeld in titel II van het K.B. nr. 185, was oorspronkelijk een regeling voor de emissie van effecten van vennootschap-pen, m. a. w. doelde materiëel op de uitgiftes ter financiering van de werkzaamheid dezer vennootschappen. Voorliggend was dus - toegespitst op de zopas gemaakte indeling - de 'duur-zaam samengaan' formule, waarbij ofwel kapitaal werd aan-getrokken ofwel derden-financiering (obligaties).

De andere formule, nl. het aantrekken van beleggingsgelden om ze te beheren, en zulks voor langere termijn, had echter geen passende juridische vorm : een financieel recht dat reke-ning zou houden met het fiduciaire karakter van beleggings-beheer kennen we als dusdanig niet in België.

Wil men dus voor langere termijn beleggingsgeld opnemen dan gebeurt dit juridisch vaak als een opnemen van gelden door

de beheerder alsof het ter financiering van zijn eigen activiteit is. Voor vele vormen van beleggingsbeheer wordt met miskenning van het fiduciair karakter ervan, de vennootschapsvorm als techniek aangewend. Er worden uitgiftes gedaan om beleggingsgeld in te zamelen alsof dit beleggingsgeld werkingskapitaal ware, terwijl de werkzaamheid van de vennootschap juist is geld aan te trekken en dit te beleggen. ' .

Tenslotte is er de evolutie van titel II van het K.B. nr. 185 zelf. Oorspronkelijk opgezet als een toezicht over de geldopname op de kapitaalmarkt door vennootschappen, aan wie zulks toegelaten was (zie overigens art. 28 van dit K.B. !) is deze regeling geworden tot een 'algemene eerlijke voorlichtingsregeling'. Daarom werd het formele sleutelbegrip 'openbare uitgifte' zo breed mogelijk gesteld, o. m. door de wet van 10 juli 1969.

Men heeft nu de bij de bespreking van de vigerende wetgeving genoemde reglementering die bestaat in enerzijds een algemene eerlijke voorlichtingsregeling (emissiecontrole naar het formele criterium openbare uitgifte) en anderzijds een speciale controle (soliditeit...) voor welbepaalde financiële ondernemingen die bij wet van een speciaal statuut werden voorzien. Waar zulke bijzondere controle ingesteld werd, werd dan ook, indien nodig, de emissiecontrole erin verwerkt, bijv. t. a. v. de gemeenschappelijke beleggingsfondsen in roerende waarden.

In de wet van 1964 lijkt het nu zo te zijn dat wanneer een onderneming die terugbetaalbare fondsen opneemt ook openbare uitgiftes doet wel aan de emissiecontrole maar niet meer aan de speciale controle onderworpen is. Immers wanneer er een openbare uitgifte plaatsheeft, techniek als beheerst door titel II van het K.B. nr. 185, dan zijn de aldus ingezamelde fondsen geen terugbetaalbare fondsen in de zin van de wet.

Belangrijk hierbij is dat twee op verschillend niveau liggende criteria aangewend worden, nl. enerzijds een bepaalde fiduciaire activiteit als het opnemen van fondsen - criterium om onder de controle te ressorteren - en anderzijds een techniek om fondsen op te nemen, openbare emissie, als criterium voor een uitzondering op de controle.

Bij deze stand van de wetgeving hoort de emissie van vastgoedcertificaten daarmee tot de uitzonderingen.

De bedoelde emissies kunnen verder niet zonder meer gelijkgesteld worden met 'doorlopende emissies', welke door alinea twee van artikel 1 der bedoelde wet toch, ondanks het feit dat het om publieke emissies gaat, onder de speciale controle ressorteren.

Wil men de soliditeitscontrole over de instellingen die vastgoedcertificaten uitgeven inpassen in de wet van 1964 dan zou dus een aanpassing van deze wet nodig zijn. Deze aanpassing zou dan hierin bestaan dat elke fiduciaire opname van beleggingegelden, ook wanneer ze gebeurt volgens een techniek als bedoeld in titel II van het K.B. nr. 185, onder de in hoofdstuk 1 van de wet van 1964 ingestelde controle zou brengen.

228. Principieel zou het mogelijk zijn een voorstel in die zin te formuleren. Dan komt echter de vraag of het niet beter ware meteen een andere, nieuwe, wetsformule voor te stellen. Deze vraag komt aan de orde vanuit bedenkingen over het verband tussen een soliditeitsreglementering (en een controle over de naleving van die reglementering) en een goede juridische formule voor de organisatie van projectbeleggingen in onroerend goed.

228. 1. De nu aangewende juridische formule bij vastgoed-certificering maakt gebruik van de splitsing tussen beheerder-eigenaar en trustee-emittent (Lambertco, Groep I) of tussen beheerder en trustee-eigenaar-emittent (Immolease-Trust, Het Onroerende Vermogen). Doel van deze splitsing is het proberen veilig te stellen van de belangen der certificaathouders. Samen met de soliditeit van de optredende initiatiëfnemers en het revisor-toezicht biedt deze juridische formule een zekere veiligheid. Voorgehouden werd echter dat het revisor-toezicht en de splitsings-formule alléén geen voldoende waarborgen voor de certificaathouders inhouden. Daarom werd dan ook een soliditeitsreglementering gevraagd om te voorkomen dat minder soliede instellingen, dezelfde formule gebruikend, het spaar-wezen zouden solliciteren.

Als nu dan voorgesteld wordt een soliditeitscontrole in te stellen, ware het dan niet redelijk om meteen de aldus solide geoordeelde emittenten vrij te stellen van de ondoorzichtige splitsingsformule?

Nu wordt omwille van de bescherming van de spaarders van bij het begin der projecten deze moeilijke en ondoorzichtige formule gehanteerd, die , als puntje bij paaltje komt, op zichzelf geen voldoende juridische waarborgen biedt zodat men toch voor een stuk moet hopen op de soliditeit van de promotors.

Ware het niet beter om van bij het begin deze soliditeit, middels een reglementering en een controle, te verzekeren en dan de juridische formule een eenvoudige bevestiging te laten zijn van het fiduciair karakter van het beleggingsbeheer, nl. één beheerder-emittent die eigenaar is voor rekening van de beleggers, met, voor het geval er toch iets moest mislopen, de bepaling dat het vermogen 'van' de beleggers apart wordt gehouden en in geval van faillissement van de beheerder als

een aparte boedel wordt beschouwd, waarop enkel de schuldeisers van de belegging aanspraak kunnen maken (d. w. z. enerzijds de beleggers zelf en anderzijds de schuldeisers die omwille van het beleggingsvermogen met de beheerder contracteerden).

228. 2. Ons inziens moet deze vraag positief beantwoord worden. Een dergelijke regeling die een juridische organisatie voor de vastgoedbelegging zou inhouden verbinden met een wetwijziging aan de wet van 1964 en beide inpassen in deze wet lijkt ons echter geen goede zaak, alleen al om wetstechnische redenen.

Een andere reden is echter belangrijker. Zal een juridische formule die het fiduciair karakter van de vastgoedbelegging bevestigt niet dezelfde zijn en voor projectbeleggingen en voor beleggingen van het gemeenschappelijk-fonds type?

De bedoelde juridische formule heeft hoofdzakelijk betrekking op de eigendomsverhouding welke o. i. bij beide soorten beleggingsoperaties dezelfde is. Projectbelegging en gemeenschappelijk fonds verschillen slechts door de omvang van de beheers-taak en door het 'opterende', respectievelijk 'herinvesterende' van de belegging, wat organisatorisch ook slechts gevolgen heeft voor enerzijds de omvang van de controle over de beheerder en anderzijds de modaliteiten van 'terugname' door de beleggers van hun inleg. Het economisch belang van de beleggers aan een door de beheerder 'gehouden' onroerend goed is echter in beide gevallen op dezelfde wijze aanwezig.

2. Soliditeitsreglementering en voorstel tot juridische formulering van fiduciair vastgoedbeleggingsbeheer in een nieuwe wet.

229. Laat ons dan nu proberen zowel een soliditeitsreglementering als een juridische formulering van fiduciaire vastgoedbelegging in één nieuw te maken wet, zowel voor onroerende projectbeleggingen als voor beleggingen van het gemeenschappelijk fonds type, te globaliseren.

We willen dit doen aan de hand van een tekst die, m. b. t. de aan de orde zijnde soliditeit, controle en juridische formulering model zou kunnen staan voor een wettelijke regeling. Verklarende-, overgangs-, penale- en fiscale bepalingen zijn hierin niet opgenomen.

Voorstel van wet betreffende het beheer van
collectieve onroerende beleggingen.

art. 1. Zijn onderworpen aan deze wet de ondernemingen die op het spaarwezen een openbaar beroep doen teneinde de aldus ingezamelde gelden voor rekening van beleggers te beleggen in onroerende goederen en deze te beheren.

art. 2. De aan deze wet onderworpen ondernemingen dienen voor het uitoefenen van de in artikel één omschreven werkzaamheden de toelating te bekomen van de Bankcommissie.

Deze toelating zal door de Bankcommissie slechts kunnen verleend worden indien de aanvragende onderneming

- opgericht is als naamloze vennootschap,

die enkel de in artikel één genoemde activiteit voor
doel heeft,

die een maatschappelijk kapitaal heeft van ten minste
vijf miljoen frank, en

waarvan de aandelen op naam luiden,

- het bewijs levert dat haar financiële en technische organisatie haar in staat stelt de voorgenomen werkzaamheid uit te oefenen.

De Bankcommissie oordeelt of de onderneming aan deze voorwaarden voldoet en tevens waakt zij erover dat deze voorwaarden vervuld blijven tot alle verbintenissen welke de onderneming uit hoofde van de in artikel één bedoelde werkzaamheid mocht hebben, vereffend zijn.

art. 3. Als beleggingen in onroerende goederen worden toegelaten:

zakelijke rechten op (gedeelten van)

- bebouwde onroerende goederen die aan natuurlijke- of rechtspersonen, waarmee de onderneming geen organisatorische of affiliatiebetrekkingen heeft, tegen vergoeding ter beschikking zullen gesteld worden voor bewoning of exploitatie van handels-, nijverheids- of beroepswerkzaamheden.
- onbebouwde onroerende goederen die, bebouwd, onder voorgaande bepaling zouden ressorteren, en voor zover een toelating tot bouwen werd verkregen.

Voor als gemeenschappelijk fonds georganiseerde beleggingen worden eveneens als belegging in onroerende goederen beschouwd aandelen van naamloze vennootschappen wier activiteit tot het verrichten van onroerende beleggingen, als in de eerste alinea omschreven, beperkt is.

De Bankcommissie bepaalt het deel van de door de beheerder van een als gemeenschappelijk fonds georganiseerde belegging opgenomen gelden dat in aandelen, zoals bedoeld in de vorige alinea, mag worden belegd.

Projectsgewijze georganiseerde onroerende beleggingen

art. 4. Onder projectsgewijze georganiseerde onroerende belegging wordt verstaan het openbaar aantrekken van spaargelden om deze voor een vaste termijn te beleggen in één of meer bepaalde onroerende goederen op zodanige wijze dat alleen de beleggers die ter gelegenheid van dit beroep op het spaarwezen hun gelden aan de beheerder toevertrouwen recht hebben

op de opbrengst van deze onroerende goederen en dat -behoudens reserveringen voor onderhoud en herstellingen en de beheerskosten - de gehele opbrengst aan deze beleggers wordt uitgekeerd.

art. 5. Vooraleer een openbaar beroep op het spaarwezen te doen dient de onderneming, voor elke projectsgewijze georganiseerde onroerende belegging, aan de Bankcommissie het document ter goedkeuring voor te leggen, dat ter gelegenheid van het beroep op de spaarders aan deze laatsten zal overhandigd worden.

Benevens de door de Commissie nuttig geoordeelde informatie zal dit document inhouden :

- de benaming van de projectsgewijze georganiseerde belegging,
- de aanduiding van de beheerder,
- de beschrijving van het uit te voeren beleggingsproject, met o. m. een omstandige beschrijving van het onroerend goed dat het voorwerp van de belegging zal uitmaken ,
de kostprijs ervan,
de voorwaarden waaronder het onroerend goed zal verhuurd en verkocht worden,
de beschrijving van de opbrengst die de beleggers zullen ontvangen,
- de wijze waarop de rekeningen en de verslagen betreffende het beleggingsbeheer worden bekendgemaakt.

art. 6. Tot alle verbintenissen die in hoofde van de beleggingsbeheerder krachtens de in artikelen vier en vijf genoemde werkzaamheden zijn ontstaan, zullen vereffend zijn, waakt de Bankcommissie erover dat de projectsgewijze onroerende belegging uitgevoerd wordt zoals zij beschreven is in het document dat aan de spaarders overhandigd wordt.

Met het doorlopende toezicht wordt een door de beheerder aan te stellen bankrevisor belast.

art. 7. De aan de beleggers door de beheerder afgegeven bewijzen van recht vermelden benevens de beschrijving van de projectbelegging, zoals in artikel vijf aangeduid, de prijs waartegen ze uitgegeven worden.

De totale prijs van alle bewijzen die ter gelegenheid van een bepaalde projectsgewijze georganiseerde onroerende belegging uitgegeven worden dient, behoudens de uitgiftekosten, gelijk te zijn aan de vaste kostprijs van de genoemde belegging.

Wanneer de beleggingsbeheerder na de uitgifte optreedt als bemiddelaar voor de verkoop van deze bewijzen of een ander bemiddelaar aanstelt, houdt de bankrevisor, in het belang van de beleggers, toezicht op deze bemiddelingsactiviteit van de beheerder of diens aangestelde.

De als gemeenschappelijk fonds georganiseerde belegging

art. 8. Als gemeenschappelijk fonds is een onroerende belegging georganiseerd wanneer door een openbaar beroep op het spaarwezen gelden worden ingezameld die door een beleggingsbeheerder, volgens een beheersreglement, in onroerende goederen worden belegd en beheerd.

art. 9. Het beheersreglement dient goedgekeurd te worden door de Bankcommissie.

Het omvat onder meer :

- de benaming van de als gemeenschappelijk fonds georganiseerde onroerende belegging,
- de aanduiding van de beheerder, de voorwaarden waarin hij ontslag kan nemen en de wijze waarop een nieuwe beheerder kan worden aangesteld,
- de criteria waaraan de onroerende goederen die voor belegging zullen in aanmerking komen moeten voldoen,
- de wijze waarop de opbrengst van de beleggers zal worden berekend, met o. m. de nauwkeurige aanduiding van wat als inkomsten en als lasten zal worden beschouwd,
- de hoegrootheid en de bestemming van de reserveringen,
- de wijze waarop de beheersvergoeding zal worden berekend,
- de wijze waarop de rekeningen, de inventarissen en de verslagen van het fonds worden bekendgemaakt en de wijze waarop de belegger tussentijds inzage kan nemen van deze documenten.

art. 10. In het document dat ter gelegenheid van het openbaar beroep op het spaarwezen aan de beleggers wordt overhandigd en dat door de Bankcommissie ter goedkeuring dient voorgelegd te worden, alsmede in de bewijzen van recht wordt de tekst van het beheersreglement opgenomen.

art. 11. De waarde van de bewijzen van recht wordt bepaald door de nettowaarde van het belegde vermogen gedeeld door het aantal uitstaande bewijzen en verhoogd of verminderd met de uitgifte- of terugnamekosten.

art. 12. De beheerder is ertoe gehouden een college van ten minste drie deskundigen in onroerende goederen aan te stellen die tot taak hebben

- ten minste éénmaal per jaar de waarde van de onroerende beleggingen te bepalen, en
- vóór elke aankoop of verkoop van onroerende beleggingen door de beheerder de waarde van deze beleggingen te bepalen.

De aanduiding van de deskundigen en de door de deskundigen opgestelde criteria volgens dewelke zij tot schattingen zullen overgaan zijn onderworpen aan de goedkeuring van de Bankcommissie.

art. 13. Het is aan de beleggingsbeheerder niet toegestaan leningen aan te gaan teneinde de onroerende beleggingen te kunnen verrichten.

In uitzonderlijke omstandigheden kan de Bankcommissie hiervan afwijking toelaten.

art. 14. De Bankcommissie waakt erover dat de beheerder het beheersreglement naleeft.

- Daartoe wordt met het doorlopende toezicht tenminste één door de beheerder aan te stellen bankrevisor belast, die de Commissie er zonder verwijl van op de hoogte brengt indien
- een handeling van de beheerder zou afwijken van het beheersreglement, en indien
 - de beheerder onroerende beleggingen wil verwerven of van de hand doen tegen een prijs die in belangrijke mate afwijkt van de door de deskundigen, krachtens artikel twaalf, geschatte waarde van deze beleggingen.

De beheerder dient de bankrevisor vooraf van zijn voornemen om beleggingen aan te kopen of te verkopen of om verhuringen voor langer dan negen jaar toe te staan, op de hoogte te brengen.

Gemeenschappelijke bepalingen

art. 15. Krachtens de beleggingsovereenkomst verbindt de beheerder zich tegenover ieder belegger om met diens geld, ensamen met dat van anderen, in eigen naam maar voor rekening van de beleggers, en met eerbiediging van het principe der gelijke behandeling van alle beleggers, onroerende beleggingen te verrichten en deze te beheren volgens een projectbeschrijving of volgens een beheersreglement, en om aan de beleggers bewijzen van hun recht, tegenover de beheerder, o.m. op de opbrengst van deze beleggingen, af te geven .

art. 16. De projectbeschrijvingen en de beheersreglementen kunnen door de beheerder slechts gewijzigd worden met toestemming van de Bankcommissie.

art. 17. De beheerder houdt een aparte administratie bij voor elk door hem beheerder projectsgewijze georganiseerde beleggingsvermogen en/of voor elk als gemeenschappelijk fonds georganiseerd beleggingsvermogen dat door hem wordt beheerd.

Tot het aparte beleggingsvermogen behoren de onroerende beleggingen, de vorderingen en de schulden die door de beheerder in eigen naam maar voor rekening van de beleggers, die hun inleg voor de vorming van dit vermogen bestemden, werden verworven of opgenomen.

De door de beheerder met miskennis van de beleggingsovereenkomst of de wet verrichte handelingen zijn niet tegenstelbaar aan de beleggers. Tot de aldus opgenomen rechten en plichten blijft de beheerder persoonlijk, met zijn eigen vermogen, gerechtigd of gehouden.

In geval van faillissement van de beheerder vallen de beleggingsvermogens niet in de failliete boedel.

Voor ieder afzonderlijk vermogen wordt dan door de rechtbank die het faillissement uitspreekt een voorlopig bewindvoerder aangesteld, die onder toezicht van de rechtbank de beleggers zal oproepen teneinde een ander beheerder aan te stellen of tot de vereffening van het vermogen over te gaan.

In het faillissement van de beheerder vertegenwoordigen de voorlopige bewindvoerder en de nieuw aangestelde beheerder de beleggers met betrekking tot de vorderingen welke deze laatsten krachtens de beleggingsovereenkomst tegenover de beheerder mochten hebben.

art. 18. De beleggingsbeheerder is ertoe gehouden derden, met wie hij contracteert, van de omstandigheid op de hoogte te brengen dat hij contracteert voor rekening van de beleggers die tot de opbrengst van een te noemen beleggingsvermogen gerechtigd zijn.

Wanneer de beheerder in eigen naam maar voor rekening van de beleggers rechten op onroerende goederen verwerft dienen bij de inschrijving daarvan in het register van de hypotheekbewaarder benevens de aanduiding van de benaming van het beleggingsvermogen, waarvoor deze rechten worden verworven, de bepalingen van artikel zeventien, alinea één tot en met vier, te worden opgenomen.

art. 19. De bewijzen van recht, die aan de beleggers worden afgegeven, kunnen op naam, aan order of aan toonder gesteld worden.

Voor de schulden van het beleggingsvermogen zijn de beleggers, die krachtens de beleggingsovereenkomst tot de opbrengst van dit vermogen gerechtigd zijn, niet verder gehouden dan ten belope van hun inleg.

art. 20. De beleggingsovereenkomst aangegaan in het kader van een projectsgewijze georganiseerde onroerende belegging kan door de belegger niet opgezegd worden voor de in de projectsbeschrijving vastgestelde termijn.

art. 21. De beleggingsovereenkomst aangegaan in het kader van een als gemeenschappelijk fonds georganiseerde onroerende belegging kan te allen tijde door de belegger opgezegd worden door teruggave van zijn bewijs van recht aan de beheerder, in ruil waarvoor aan de belegger de waarde van zijn bewijs in geld wordt uitbetaald.

De beheerder dient ter voldoening van deze teruggaven een bepaald deel van het belegde vermogen te plaatsen in vlot realiseerbare roerende waarden of in onroerende beleggingen als omschreven in artikel drie, alinea twee.

Voor het geval deze vlot realiseerbare beleggingen niet zouden voldoen voor de verplichtingen tot teruggave kan het beheersreglement een termijn van respijt, tijdens dewelke andere activa kunnen gerealiseerd worden, voorzien, zonder dat deze termijn langer mag zijn dan één jaar.

Over het deel van het belegde vermogen dat in vlot realiseerbare activa wordt geplaatst alsmede over de waarden die als zodanig worden beschouwd beslist de beheerder onder goedkeuring van de Bankcommissie.

Indien na de in het beheersreglement voorziene termijn van respijt nog niet aan de verplichtingen tot teruggave kan worden voldaan, treft de beheerder, in overleg met de Bankcommissie, de nodige maatregelen.

art. 22. De beheersvennootschappen dienen zelf hun werkzaamheden uit te oefenen.

art. 23. Voor alle onroerende goederen dient de beheerder, onder zijn verantwoordelijkheid, verzekeringen tegen burgerlijke aansprakelijkheid af te sluiten.

art. 24. Zo de Bankcommissie de niet-naleving door de beheerder van deze wet of van de beleggingsovereenkomst vaststelt of anderszins van oordeel is dat de beheerder de belangen van de beleggers miskent, geeft zij aan de beheerder hiervan kennis en doet hem voorstellen om de toestand recht te zetten.

Geeft de beheerder hieraan geen gevolg binnen de door de Commissie gestelde termijn dan kan de Commissie de beheerder verbod opleggen nog tot een openbaar beroep op het spaarwezen over te gaan of kan ze haar toelating, genoemd in artikel twee, intrekken.

In dit laatste geval verzoekt de Commissie de rechtbank van koophandel van de plaats waar de beheersvennootschap haar maatschappelijke zet heeft een voorlopig bewindvoerder aan te stellen. Onder toezicht van de rechtbank zal de bewindvoerder tot de bijeenroeping van de beleggers overgaan, per projectsgewijze georganiseerde of als gemeenschappelijk fonds georganiseerde beleggingen, teneinde een nieuwe beheerder aan te stellen of tot vereffening over te gaan.

Tegen de gemotiveerde beslissingen die de Bankcommissie krachtens de haar bij deze wet opgedragen bevoegdheden treft is binnen de dertig dagen, te rekenen van de betekening van de beslissing der Bankcommissie, hoger beroep mogelijk bij de Minister van Financiën. Deze doet uitspraak binnen de dertig dagen. Zijn beslissingen worden aan de onderneming betekend.

De beslissingen van de Bankcommissie, waartegen geen hoger beroep werd ingesteld, en de beslissingen van de Minister van Financiën worden bekendgemaakt in het Belgisch Staatsblad.

art. 25. Elk jaar stelt de Bankcommissie een verslag op met betrekking tot de werkzaamheden, die ze in het raam van deze wet heeft ondernomen; dit verslag wordt openbaar bekendgemaakt.

In de hierna volgende paragrafen willen we dit voorstel verder toelichten en, waar nodig, aanstippen welke andere wetsbepalingen of -wijzigingen het veronderstelt.

a. De ondernemingen die onder de wet ressorteren.

230. Aanknopingspunt van de reglementering is niet een bepaalde omschrijving van het begrip beleggingsfonds of projectbelegging en evenmin een preciese, juridische, aanduiding van de beheerswerkzaamheid.

Waar dit laatste wel gebeurde, bijv. in artikel 2 van de Zwitserse wet en in artikel 1 van de Duitse wet, schept zulks moeilijkheden.

De wet vangt daar aan met een precieze omschrijving van de beleggingsvorm die gereglementeerd wordt en bevat dan verder de bepaling dat enkel de onder de wet ressorterende fondsen de benaming beleggingsfonds, of een andere, gelijkaardige, benaming mogen voeren. Beleggingsoperaties die niet helemaal aan de in de wet gestelde bepaling voldoen, en daardoor niet onder de controle vallen, kunnen zich dan, weliswaar onder een andere benaming, bij de spaarders aandienen, wat niet direct tot de bescherming van deze laatsten bijdraagt. De spaarders dienen wel te weten dat financiële operaties welke niet de benaming 'belegging' dragen niet aan een reglementering onderworpen zijn, maar weten zij het ook? De Zwitserse wetgever heeft deze moeilijkheid ingezien en er een gedeeltelijke oplossing aan gegeven. In de definitie van het beleggingsfonds stond dat het dient opgezet te zijn volgens het principe van de risicospreiding.

Daarmee zouden de beheerders die geld van de spaarders aantrekken en dit geld bewust zonder eerbiediging van de risicospreiding beleggen niet onder de controle horen. Artikel 5 van het uitvoeringsbesluit stelt daarom dat ook deze beleggingen, zonder dat zij echter deze naam mogen voeren, toch onder de controlebepalingen ressorteren.

Om deze moeilijkheden te vermijden wordt in artikel 1 van ons voorstel een economisch criterium als aanknopingspunt genomen. Onder de wet ressorteren 'de ondernemingen die op het spaarwezen een openbaar beroep doen teneinde de aldus ingezamelde gelden voor rekening van beleggers te beleggen in onroerende goederen en deze te beheren.'

In verdere bepalingen wordt dan gesteld hoe deze werkzaamheid juridisch dient georganiseerd te worden.

231. Aan de bepaling van artikel 1 voldoen de ondernemingen die als werkzaamheid hebben het fiduciair beleggingsbeheer van onroerende goederen, wanneer dit gepaard gaat met een openbaar beroep op het spaarwezen.

Met dit laatste begrip wordt verwezen naar het K.B. van 12 november 1969. Beheerders die zich tot taak stellen voor rekening van een beperkte groep kennissen onroerende beleggingen te verrichten zijn daardoor niet onderworpen aan de controle.

Onder de wet ressorteren niet de beleggingen georganiseerd in vennootschapsverband, waarbij de beleggers aandeelhouders of obligatiehouders zijn en de beleggingsbeheerder als vennootschappelijk beheerder optreedt. Het doel van deze vennootschappen is immers niet ondernemingsmatig gelden aan te trekken en

deze voor rekening van beleggers (aandeelhouders) te beleggen. Zoals vroeger gesteld ware het in dit verband te overwegen om vennootschappen van het B.W.-type verbod op te leggen tot een openbare emissie over te gaan. Met het personenvennootschapkarakter van deze samenwerkingsvorm is een openbare emissie inderdaad niet verzoenbaar. De NV-formule of de commanditaire vennootschap op aandelen zijn dan beter aangewezen.

232. 1. Wat onder belegging dient verstaan te worden is niet zonder meer in abstracte wetsbepalingen te vatten. Het lijkt overigens dat ook economisch hierover geen duidelijke consensus bestaat. Gewoonlijk omschrijft men beleggen in relatie tot sparen en investeren, waarbij belegging het midden houdt tussen deze twee.

Onderscheidingscriterium is dan meestal het risico dat men bij deze geldplaatsingsvormen 'in de koop neemt'.

Bij sparen zou het de bedoeling zijn geen risico te lopen, centraal staat de wens het kapitaal dat men heeft in stand te houden. In ruil voor deze risicovrijheid ziet men dan af van opbrengst die meer zou zijn dan voor de instandhouding van het kapitaal vereist is.

Wanneer men investeert (wat dan in deze relatie ook vaak iets met speculeren heeft te maken) zou eerder de bedoeling voorliggen een grote opbrengst te krijgen. Tengevolge van de principiële omgekeerd evenredigheid van opbrengst en risicovrijheid neemt men er dan echter de mogelijkheid bij dat de investering niet goed afloopt en het geïnvesteerde kapitaal (ten dele) verloren gaat.

Beleggen houdt hiertussen het midden. Men wil zijn kapitaal behouden maar toch ook een redelijke opbrengst genieten. Daarom doet men een kleine toegeving aan het risico, een risico dat vaker alleen maar theoretisch bestaat.

In abstracte termen zijn deze onderscheidingen niet duidelijk te maken. In de praktijk is dit soms beter mogelijk.

Heeft men de keuze tussen het openen van een spaarboekje, het kopen van een 'blue chip'-aandeel of het kopen van een aandeel van een 'conglomerate' dan weet men dat het eerste met sparen te maken heeft, het tweede met beleggen en het derde met investeren.

232. 2. Wanneer voor het beoordelen van het feit of een geldplaatsing wel als belegging in aanmerking komt de bescherming van de beleggers als belangrijkste maatstaf vooropstaat hoeft men enkel de scheiding tussen belegging en investering te maken.

Immers, zou de beleggingsbeheerder eerder naar een spaar-formule neigen dan kan dit enkel de zekerheid voor de beleggers verstevigen. Dit gevaar moge wel denkbeeldig genoemd worden : de beheerder zal er eerder voor zorgen de spaarders een stevige opbrengst te kunnen beloven zodat ook eerder de neiging tot investeren zal aanwezig zijn. (1)

232. 3. In artikel 3 van het voorstel tot wettelijke regeling wordt dan geprobeerd de belegging in concreto te scheiden van de investering.

Als onroerende belegging worden toegelaten 'zakelijke rechten op (gedeelten van) bebouwde onroerende goederen die aan natuurlijke of rechtspersonen, waarmee de onderneming geen organisatorische of affiliatiebetrekkingen heeft, tegen vergoeding ter beschikking zullen gesteld worden voor bewoning of exploitatie van handel-, nijverheid-, of beroepswerkzaamheden'.

Door deze bepaling worden uitgesloten de aankopen van onroerende goederen om deze verder te verkopen, wat een meer risico-dragende activiteit is.

De zakelijke rechten die de beheerder kan verwerven zijn o. m. eigendom, erfpacht, opstal enz... Het ter beschikking stellen, het 'verhuren', kan eveneens allerlei juridische vormen aannemen; het kan verhuring zijn, in erfpacht geving, opstalrechten geven enz... De omvang van de aan de 'huurder' verleende rechten zal echter altijd kleiner zijn dan de omvang van het recht dat eerst op de onroerende goederen werd verworven.

Anders, en de enige andere denkbare hypothese is dat een recht van dezelfde omvang wordt doorgegeven, zou het om een 'verkoop' (in de economische betekenis) van het onroerend goed gaan.

(1) De termen sparen en beleggen, spaarders en beleggers, worden verder door mekaar gebruikt.

Door te bepalen dat de onroerende goederen slechts ter beschikking kunnen gesteld worden van personen of vennootschappen waarmee de beheersvennootschap geen organisatorische of affiliatiebetrekkingen heeft wordt verhinderd dat een beleggingsbeheerder op de spaarders een beroep zou doen om 'eigen' of verwante ondernemingen van bedrijfsimmobiliën te voorzien. Voorkomen dient te worden dat daardoor de 'verhuuringsvoorwaarden' minder ten gunste van de beleggers dan ten gunste van de 'huurder' zouden komen.

Onbebouwde onroerende goederen kunnen eveneens, en onder bepaalde voorwaarden, als belegging worden opgenomen.

Om overbodig risico te vermijden is echter bepaald dat vóór deze gronden als belegging worden opgenomen een bouwvergunning diende bekomen te worden. Bovendien moeten deze gronden, als ze bebouwd zijn, voldoen aan het criterium van artikel 3, eerste zin.

Een speciale categorie onroerende beleggingen is voorzien voor de 'gemeenschappelijke beleggingsfondsen'. Deze gemeenschappelijke fondsen zijn, in tegenstelling tot de projectbeleggingen, 'open-end', wat onder meer inhoudt dat zij regelmatig bewijzen uitgeven. Daardoor zal er steeds een deel van de opgenomen gelden zijn dat niet direct in onroerend goed kan belegd worden, bijv. omdat het nog niet voldoende is voor de aanschaffing van onroerend goed. Om deze gelden, hoe weinig omvangrijk ook, toch, en dan onrechtstreeks, in onroerend goed te kunnen beleggen, is voorzien dat ze geplaatst kunnen worden in aandelen van naamloze vennootschappen, wier activiteit tot het verrichten van onroerende beleggingen beperkt is. Dit mag echter niet uitgroeien tot een 'fonds binnen een fonds'. Daarom werd aan de Bankcommissie opgedragen het deel van de opgenomen gelden te bepalen dat aldus mag worden belegd.

Deze in aandelen geplaatste gelden kunnen bovendien een functie vervullen als bijkomende liquiditeiten om aan de royementsverplichtingen te voldoen (art. 21, al. 2).

Voor deze vennootschappen, waarvan aandelen kunnen worden opgenomen, werd bepaald dat hun activiteit tot het verrichten van onroperende beleggingen zou beperkt zijn. Niet is vereist dat ook hun maatschappelijk doel hiertoe zou beperkt zijn. Verder hoeven deze vennootschappen niet organisatorisch of participatiematig onafhankelijk te zijn van de beheersvennootschap. Het is, in Belgische verhoudingen gezien, denkbaar en niet per se te laken dat een tot dezelfde 'groep' als de beheersvennootschap behorende onroerende beleggingsmaatschappij zou opgericht worden, waarvan het beleggingsbeleid zou afgestemd zijn op dezelfde criteria als door de beheersvennootschap gehanteerd, en waarvan de aandelen in het beleggingsfonds, onder de voorwaarden van artikel 3, zouden opgenomen worden.

233. 1. De beheersvennootschappen dienen voor het uitoefenen van hun werkzaamheden de toelating te bekomen van de Bankcommissie. Daarvoor moeten zij aan bepaalde voorwaarden voldoen, voorwaarden die een zekere soliditeitsgarantie kunnen uitmaken. Bij het op zoek gaan naar een reeds gegeven soliditeitsreglementering werd de regeling van de wet van 1964, alleszins voor beheerders van projectbeleggingen, dienstig geoordeeld en verder werd vooropgesteld dat voor beheerders van gemeenschappelijke belggingsfondsen in onroerende goederen een aanknopingspunt zou kunnen gezocht worden in de wet van 27 maart 1957 betreffende de roerende fondsen.

Nu in ons voorstel wordt uitgegaan van één enkele reglementering voor beide formules van beleggingsbeheer wordt een reglementering voorgesteld die eerder aanleunt bij deze van

1957 maar toch ook in de geest blijft van de wet van 1964.

233. 2. Dat de beheersvennootschap als NV moet opgericht zijn komt uit artikel 1 van het K.B. van 22 april 1958 (Staatsbl. 23 april 1958), het uitvoeringsbesluit bij de wet van 1957. In de wet van 1964, artikel 2 bis, is slechts als vereiste gesteld dat de onder deze wet ressorterende ondernemingen als handelsvennootschap dienen te zijn opgericht, wat wel omwille van bestaande situaties lijkt gebeurd te zijn (1).

233. 3. Ons voorstel gaat verder met de bepaling dat het doel van de vennootschap moet beperkt zijn tot de in artikel 1 genoemde werkzaamheden. Zodanige bepaling komt niet voor in de wet van 1964. In het K.B. van 1958, artikel 3, is er wel een bepaling die luidt dat de 'vennootschappen van beheer geen andere werkzaamheden mogen verrichten dan die welke in artikel 1 zijn omschreven'. Het is op deze laatste bepaling dat de doelbeperking in ons voorstel geïnspireerd is. Er wordt echter van maatschappelijk doel i. p. v. werkzaamheid gesproken omdat het beoordelingsmoment in ons wetsvoorstel ligt vóór de werkzaamheid van beleggingsbeheerder aangevallen wordt. Verder zal de Bankcommissie, wanneer de beheerder zijn taak opgenomen heeft, op de naleving van de wet

(1) Een paar ondernemingen waren gevestigd als samenwerkende vennootschap. In de eerste lijst van deze ondernemingen (Jaarverslag Bankcommissie, 1965, p. 188 - 189) kwam verder nog één eenvoudige commanditaire vennootschap voor en één onderneming toebehorend aan een particulier.

toezicht houden en er dus over waken dat de beheerder geen andere werkzaamheid, dan statutair omschreven, aanvat.

233. 4. Het kapitaal van de beheersvennootschap dient minimum vijf miljoen frank te bedragen. Zowel in artikel 5 van het K.B. van 1958 als in artikel 2 bis van de wet van 1964 komt zodanige vereiste voor.

In artikel 5 van het genoemde K.B. wordt verder bepaald dat het kapitaal van de beheersvennootschap tenminste één honderdste moet bedragen van de gezamenlijke waarde der beheerde vermogens. De zin van deze bepaling is dat het eigen kapitaal een waarborg dient te zijn voor de solvabiliteit van de beheerder en zulks ten gunste van de aanspraken die de beleggers tegenover deze beheerder mochten hebben.

In de door ons voorgestelde constructie (zie art. 17, al. 3) zal het eigen kapitaal van de beheerder echter vooral ter garantie van andere contractanten moeten dienen.

Een voorbeeld hiervan. Wanneer de beheerder een handeling zou willen verrichten die in strijd is met de overeenkomst tussen hem en de beleggers dan zal de bankrevisor, die met het doorlopende toezicht belast is, de beheerder hierop attent maken en de Bankcommissie op de hoogte brengen. Deze laatste zal de beheerder waarschuwen en eventueel met sancties dreigen. Misleidt de beheerder de bankrevisor of drijft hij toch door, ondanks de waarschuwing van de Bankcommissie, dan is de 'sanctie' dat de beheerder zelf, met zijn eigen vermogen, gehouden (of gerechtigd) is tot de vorderingen (of rechten), die hij aldus heeft opgenomen. Wie dan met de beheerder gecontracteerd heeft zal zijn vordering niet op het belegde vermogen kunnen verhalen maar enkel op dat van de beheerder persoonlijk. Alhoewel er een waarschuwingstelsel voor de derden werd uitgewerkt zijn zij toch verstoken van dezelfde bescherming als de beleggers.

Om deze reden werd een minimumverhouding tussen het kapitaal van de beheersvennootschap en het beheerder vermogen niet verplichtend gesteld.

233. 5. De aandelen van de beheersvennootschap moeten op naam luiden. Dit is een vereenvoudigde overname van artikel 6, K.B. van 1958. Ook deze bepaling komt om begrijpelijke redenen niet voor in de wet van 1964 (de vennootschappen moeten handelsvennootschappen zijn en bijv. de VOF kent geen 'aandelen' in deze zin).

De betekenis van deze bepaling is wel duidelijk : men moet er kunnen toezicht over houden wie 'achter de beheersvennootschap staat', o. m. om de controle m. b. t. de organisatorische en participatiematige onafhankelijkheid van de beheerder, zoals bedoeld in artikel 3, al. 1), mogelijk te maken.

Te overwegen ware verder om, zoals in artikel 6, al. 2 van het K.B. van 1958, uitdrukkelijk aan de beleggers toe te laten inzage te nemen van het aandelenregister. In de tekst van ons voorstel is dit niet opgenomen : zo het nodig mocht zijn dan kan de Bankcommissie de beheerders verplichten om dit inzagerecht in de beheersreglementen of de projectbeschrijvingen te regelen.

233. 6. Om de tekst van het voorstel niet al te uitgebreid te maken zijn niet de verbodsbepalingen m. b. t. de leidende functies in de aan de wet onderworpen ondernemingen opgenomen. Het spreekt echter vanzelf dat in een definitieve wet zodanige bepalingen niet kunnen ontbreken. Een overnemen van artikel 5 van de wet van 1964 is hier mogelijk.

233. 7. Een tweede vereiste, naast de vorm waarin de beheersvennootschap dient opgericht te zijn, is dat de financiële en technische organisatie van de vennootschap haar in staat dient te stellen de voorgenomen werkzaamheden te verrichten.

Deze bepaling is niet zo vaag als uit de tekst zou blijken. De Bankcommissie moet dit vereiste immers reeds lang onderzoeken m. b. t. de beheersvennootschappen van roerende fondsen : deze bepaling werd overgenomen uit het K.B. van 1958, artikel 2. Negatief omschreven komt dit vereiste eveneens voor in de wet van 1964. Artikel 2, § 3, 4° van deze wet stelt dat de Bankcommissie de inschrijving mag herroepen van ondernemingen, waarvan 'de financiële toestand of het beleid niet voldoende waarborgen bieden voor diegenen welke hen fondsen hebben toevertrouwd...'

Tenslotte is o. m. ook in het licht van deze bepaling het zeer korte artikel 22 van ons voorstel te zien, naar luid waarvan de beheersvennootschappen zelf hun werkzaamheid dienen uit te oefenen (een vereenvoudigde weergave van artikel 4, K.B. van 1958).

b. Bijzondere bepalingen ten aanzien van projectbeleggingen

234. Vooraleer de juridische formulering van de fiduciaire vastgoedbelegging aan te geven wordt in het voorstel eerst omschreven welke de economische beleggingsformules zijn en hoe de controle over de beheerders geregeld wordt.

Deze twee formules zijn enerzijds de projectbelegging, anderzijds het gemeenschappelijk fonds.

De projectbelegging in ons voorstel is nagetekend op de vastgoedleasingprojecten zoals die tot nu toe bestaan.

In artikel 4 van het voorstel worden zij genoemd de 'projectsgewijze georganiseerde onroerende belegging' en daaronder wordt verstaan het openbaar aantrekken van spaargelden om deze voor een vaste termijn te beleggen in één of meer, maar alleszins : welbepaalde, onroerende goederen op zodanige wijze

dat alleen de spaarders die ter gelegenheid van dit welbepaalde beroep op het spaarwezen hun inleg aan de beheerder toevertrouwden, recht krijgen op de opbrengst van de onroerende beleggingen.

Verdere elementen zijn dat de gehele opbrengst, behoudens de reserveringen voor onderhoud en herstellingen en de beheerskosten, aan de beleggers wordt doorgegeven en dat de vaste kostprijs van het project integraal, maar ook niet voor meer, gedekt zou zijn door de gezamenlijke prijs van alle gecreëerde bewijzen (certificaten).

Deze beleggingen verlopen volgens een projectsbeschrijving, een aanduiding van de uit te voeren beleggingen met o. m. de vaste kostprijs, de omstandige beschrijving van de onroerende goederen die zullen worden verworven, de voorwaarden waaronder ze zullen 'verhuurd' worden (en, indien die reeds bekend is, de aanduiding van de 'huurder'), de bepaling van de door de beleggers te verwachten opbrengst.

Deze projectsbeschrijving zal in het emissieprospectus dienen opgenomen te worden en eveneens moeten voorkomen op het certificaat (art. 7, al. 1). Ze zal deel uitmaken van het contract tussen belegger en beheerder. Dit contract, d. w. z. deze projectsbeschrijving dient door de beheerder te worden nageleefd. Daarover waakt de Bankcommissie, o. m. langs een bankrevisor om. Slechts met toestemming van de Bankcommissie kan de projectsbeschrijving gewijzigd worden (art. 16).

Beleggers die voor een projectbelegging intekenen kunnen vóór de vaste termijn, gedurende dewelke het program loopt, de beleggingsovereenkomst niet opzeggen.

235. Wat met deze projectbeleggingen gerealiseerd wordt is een beleggingsfonds van het 'fixed trust' en 'closed-end trust' type. 'Fixed trust' heet een investment trust wanneer de beleggingsobjecten vooraf bepaald zijn en de samenstelling van de 'portefeuille' door de beheerder niet meer kan gewijzigd worden. 'Closed-end' is een beleggingsvorm wanneer enkel de voor de financiering van de belegging nodige gelden worden aangetrokken en verder geen nieuwe participaties worden aangemaakt of oude geroyeerd.

236. De reglementering die m. b. t. deze beleggingsvorm voorgesteld werd blijft o. i. in de geest van de op dit ogenblik reeds bestaande reglementering, vervolledigt die enigzins of expliciteert wat nu reeds, op grond van de bestaande wetgeving de praktijk (van de Bankcommissie) is.

De emissiecontrole - eerlijke voorlichtingsregeling of toezicht op de juridische vertaling van de economische gegevens bij de vastgoedbeleggingen - bestaat nu reeds. Artikel 5 houdt enkel minimumbepalingen in m. b. t. de informatie die aan de beleggers dient verstrekt te worden.

Nieuw is dat de bankrevisor uitdrukkelijk toezicht houdt op de eventuele bemiddelingsfunctie die de beleggingsbeheerder of een door de beheerder aangestelde zou vervullen bij de verkoop van certificaten. Deze toezichtstaak is aan de revisor uitdrukkelijk opgedragen in het belang van de beleggers. Nu zijn wel alle toezichtstaken in het belang van de beleggers gegeven, maar hier wordt dit speciaal vermeld omwille van de meervoudvorm waarin het woord wordt gebruikt. Het is inderdaad niet om iedere individuele

belegger te beschermen maar om in het belang van alle beleggers er toezicht op te houden dat op de door de beheerder georganiseerde 'markt' een eerlijke prijsvorming gebeurt. Dit veronderstelt niet dat er een brutale confrontatie van vraag en aanbod op deze markt moet gebeuren maar wel dat de beheerder als markthouder deze taak niet enkel opvat om de koers van de certificaten te flatteren en daarmee ook zijn eigen, toekomstige, emissiecapaciteit van beleggingspapier veilig te stellen.

tenslotte is aan de Bankcommissie opgedragen de controle over de naleving van de projectsbeschrijving te voeren en daartoe wordt met het doorlopende toezicht een bankrevisor belast. Ook dit is niet helemaal nieuw : reeds nu is voor de vastgoed-leasingprojecten aan een bankrevisor het toezicht opgedragen.

237. De reglementering en de controle op de naleving ervan, die aldus ingesteld wordt is qua omvang niet in belangrijke mate groter dan de bestaande. Aan de Bankcommissie wordt door ons voorstel echter de directe mogelijkheid gegeven om minder soliede instellingen te weren.

Vroeger had de Bankcommissie indirect de mogelijkheid daartoe. Zou een kennelijk minder soliede instelling proberen een emissie van vastgoedcertificaten te plaatsen dan zou de Commissie deze instelling kunnen verplichten om haar prospectus zo op te stellen dat de niet-vertrouwenswaardigheid er genoegzaam uit zou blijken (of - zo de instelling dit niet wil - om haar voor drie maanden emissieverbod op te leggen : art. 29 K.B. nr. 185). De emissie zal dan waarschijnlijk niet lukken maar de spaarders die niet zo erg hebben opgelet bij het lezen van het prospectus blijven onbeschermd.

Verder worden aan de Commissie actiemiddelen ter hand gesteld om tegen ondernemingen die met de op verslag van de revisor gemaakte aanmerkingen van de Commissie geen rekening zouden hou-

den te kunnen optreden. Dat deze actiemiddelen soms nodig zijn, dat financiële ondernemingen niet altijd de bemerkingen van de Commissie ter harte nemen, mag wel blijken uit de Jaarverslagen van de Bankcommissie, waarin men telkens wel één of een paar van deze geschiedenisjes kan lezen (tot nu toe nog niet m. b. t. vastgoedcertificaten-emittenten).

c. Bijzondere bepalingen ten aanzien van gemeenschappelijke beleggingsfondsen in onroerend goed.

238. Wat in de artikelen 8 en volgende van ons voorstel is opgenomen zijn 'kader'-bepalingen voor een gemeenschappelijk onroerend beleggingsfonds. Dit beleggingsfonds is een 'managed trust', d. w. z. dat er beheerd wordt volgens een reglement hetwelk aan de deskundig beheerder, binnen de perken van algemene richtlijnen (criteria), de vrijheid van keuze der beleggingen overlaat. Het is ook een 'open-end trust', d. w. z. dat regelmatig participatiebewijzen worden uitgegeven en dat uitgegeven participatiebewijzen ook worden teruggenomen. Het is een beleggingsfonds in onroerende goederen zoals dit voorstaat bij de Zwitserse en de Duitse wettelijke regeling. Op te merken valt dat het gebruik van deze benaming een wijziging aan de wet van 27 maart 1957 veronderstelt, waar in artikel 1 de benaming 'gemeenschappelijk beleggingsfonds' voorbehouden wordt voor roerende waarden fondsen.

239. 1. Het gemeenschappelijk fonds wordt meestal voor onbepaalde tijd opgezet (dit is niet verplichtend gesteld) : het is niet van bij het begin gebonden aan een termijn die voor het afwerken van een bepaald beleggingsprogram nodig is. Naast het feit dat de belegger de mogelijkheid moet hebben om zijn inleg terug te nemen wanneer hij dat nodig of opportuun acht is het gevolg van dit niet termijngebonden karakter van het beleggingsfonds dat het belegde vermogen in stand dient

gehouden te worden en dat er dus, wanneer onroerende goederen worden verkocht, bijv. omdat ze 'opgeleefd' zijn, andere onroerende goederen zullen aangeschaft worden. Dit brengt in de praktijk wel wat moeilijkheden mee. Zullen voor deze vernieuwing van de beleggingen reserves worden aangelegd? Zullen de gerealiseerde meerwaarden op de verkopen als uit te keren opbrengst worden beschouwd (en belast) of herbelegd worden? Een verplichte regeling wordt daaromtrent niet opgenomen. Aan de beheerder wordt m. b. t. deze beleggingspolitiek de vrijheid gelaten (onder toezicht van de Bankcommissie). Eén procédé is uitdrukkelijk verboden, m. n. de 'leverage'. Krachtens artikel 13 is het aan de beheerder niet toegestaan om leningen aan te gaan teneinde onroerende beleggingen te realiseren. Voor uitzonderlijke gevallen kan de Bankcommissie daarvan afwijking toelaten.

Het beleggingsbeleid is vrij maar er wordt voor gezorgd dat hoe het beleid van de beheerder ook zal zijn dit alleszins duidelijk in het beheersreglement, dat zowel als voorlichting van de spaarders bij de emissie en als contracttekst zal fungeren, duidelijk omschreven dient te worden (art. 9)

239. 2. Verder wordt het principe bevestigd dat de waarde van een participatie aan een beleggingsfonds de inventariswaarde is, d. w. z. de door deskundigen getaxeerde waarde van het belegde vermogen gedeeld door het aantal uitstaande bewijzen (art. 11). Voor aankoop of royement van participaties worden daar de uitgifte-, respectievelijk royementskosten bijgerekend of afgetrokken.

240. 1. Deze deskundigen (een college van ten minste drie personen vormend) die door de beheerder dienen aangesteld te worden (art. 12) hebben als belangrijkste taak het vaststel-

len van de waarde van het belegde vermogen. Hier treden zij autonoom op. Het is een maatregel ingegeven door de voorzichtigheid : zou de beheerder zelf de waarde van het vermogen vaststellen dan bestaat het gevaar dat hij dit al te flatteus zou doen, waardoor de beleggers misleid - en uiteindelijk bedrogen - zouden worden. Bovendien wordt op de waarde van de participaties, welke rechtstreeks afhangt van de waarde van het vermogen, de beheerscommissie berekend, bijv. bij uitgifte van certificaten. Het zou van weinig goede smaak getuigen als de beheerder zelf zijn commissie wat zou kunnen 'aanpassen'.

240. 2. Een tweede taak van de deskundigen is tegelijk bijstandsverlening aan de beheerder en controle mogelijk maken. Deze taak bestaat erin vóór elke aankoop of verkoop van onroerende beleggingen de waarde van deze beleggingen te bepalen. Op die manier zijn de deskundigen de beheerder behulpzaam bij het oordeel over de gunstige aard van een toekomstige belegging. Anderzijds is deze taxatie van de deskundigen terzelfdertijd een hulp voor de Bankcommissie om de controle over het beheer uit te voeren.

Deze controle betreft niet de opportuniteit van door de beheerder verrichte handelingen maar voorkomen dient te worden dat de beleggers benadeeld zouden worden. Daarom dient de Bankcommissie door de revisor op de hoogte gebracht te worden wanneer een door de beheerder voorgenomen aankoop of verkoop van onroerende beleggingen in belangrijke mate zou afwijken van de door deskundigen vastgestelde waarde dezer beleggingen. Zowel een belangrijk hogere als lagere prijs van verkopen en een evenzo hogere of lagere prijs van aankopen stemmen immers tot argwaan.

Deze bepaling wint aan belang in het licht van het volgende. In ons voorstel is het aan de beheerder niet verboden beleggingsgoederen aan te kopen of te verkopen van of aan een met deze beheerder geaffiliëerde vennootschap. Zelfs een maximum-clausule als in de Franse wet, krachtens dewelke het regelmatig verrichten van zulke aan- of verkopen van of aan dezelfde persoon verboden is, wordt niet opgenomen. Hierin gaat immers niet per se een benadeling van beleggers schuil, maar dan dient er ook streng toezicht op gehouden. Zolang er goede beleggingen tegen een normale prijs doorgegeven worden kan dit zelfs gunstig werken voor het beleggingsfonds. Men kan zich indenken dat bijv. als de grondprijzen in België de tot nu toe gevolgde koers zouden aanhouden het nuttig zou zijn voor een beleggingsfonds dat een met de beleggingsbeheerder gelieerde vennootschap onroerend goed zou houden en, als het fonds omvangrijk genoeg is, deze goederen aan het fonds zou doorverkopen tegen een niet speculatief gestelde prijs.

Deze geaffiliëerde vennootschap zou diensten bewijzen aan het fonds, niet andersom. Zeker zou moeten vermeden worden dat een bouwmaatschappij een beleggingsfonds zou opzetten om de zelf gebouwde onroerende goederen te gaan exploiteren. Net zomin als een beleggingsfonds mag dienen om geaffiliëerde vennootschappen van bedrijfsimmobiliën te voorzien (zie nr. 232. 3.) mag het dienen als vaste afnemer van een bouwmaatschappij. Terwijl het verhuren aan geaffiliëerden verboden wordt door ons voorstel is de aan- of verkoop niet expliciet verboden, gewoon omdat die soms nuttig kan zijn en omdat controle hierover - daar het altijd om belangrijke transacties zal gaan - makkelijker te voeren is.

241. Ook deze controle, op de beleggingsfondsen, is niet erg streng wanneer men ze vergelijkt met de Zwitserse of Duitse wetsbepalingen en met de reglementen die de Bankcommissie in België t.a.v. roerende fondsen mocht uitvaardigen. Ook hier berust de reglementering op de betrouwbaarheid van de soliede initiatiefnemers en wordt de Bankcommissie in de mogelijkheid gesteld om oneerlijke instellingen te weren en worden haar actiemiddelen aan de hand gedaan om, mochten deze instellingen zich naar de soliditeitsreglementering richten maar achteraf minder elegant gaan optreden, om dat de passende maatregelen te treffen.

d. Gemeenschappelijke bepalingen

242. Onder deze ietwat banale titel volgt eigenlijk een kernstuk van ons voorstel, een juridische formulering voor het fiduciair vermogensbeheer bij onroerende goederen.

242. 1. Het probleem van een beheer dat, om goed te kunnen gevoerd worden, beschikkingsbevoegdheid als van een eigenaar impliceert met daarbij de moeilijkheid dat het niet in de vorm van een mandaat kan gesteld worden omwille van de onbekendheid of de veelheid van 'mandaatgevers' is ten onzent vaak uit de weg gegaan.

Dit is des te eigenaardiger omdat we in België geen uitgebouwd 'opdrachtsrecht' kennen zoals bijv. de Zwitserse 'Auftrags'figuur dit biedt. Onder meer kennen we geen eenvoudige formule die en het verrichten van rechtshandelingen, en verrichten van materiële diensten, bijv. administratie, in één rechtsfiguur zou vatten. Onder meer is een naamloos handelen in ons rechtstelsel niet op algemeen toegankelijke wijze aanwezig.

Tot nu toe heeft het probleem zich echter in hoofdzaak gesteld ten aanzien van niet-registergoederen, de meeste roerende goederen en bijv. certificaten aan toonder.

Daar kwam echter een prettige regel uit ons recht hulp bieden : in tegenstelling tot bijv. Nederland gaat bij ons de eigendom rechtens over door wilsovereenstemming tussen contracterende partijen . Een materiële levering 'krachtens titel' is niet vereist. Daardoor kon men bijv. m. b. t. de roerende fondsen stellen dat de beleggers mede-eigenaren waren van de roerende waarden. (In Nederland werd bij dezelfde constructie niets geleverd en kon men dus moeilijker eigendom van de certificaathouder voorstaan) Daarbij werden echter naamaandelen - gerechtigd tegenover derden en tegenover de vennootschap is wie als aandeelhouder ingeschreven staat in het register van de vennootschap - over het hoofd gezien. Ook bij certificering van Amerikaanse aandelen werd voorgehouden dat de certificaathouder eigenaar van het gecertificeerde aandeel was, alhoewel terzelfdertijd de beheerder als fiduciair beheerder werd betiteld (1). Zelfs in de wet wordt het certificeren van aandelen een 'operatie van fiduciaire aard' genoemd (art. 3, al. 2, K.B. 22 april 1958).

Dat deze eigenaarspositie van de 'mandaatgevers' werd ingeroepen met de beste bedoelingen t. a. v. de bescherming der beleggers, daaraan valt niet te twijfelen. Beter ware het echter geweest de juiste consequentie van die goede bedoelingen te nemen en i. p. v. als eigendom van beleggers te construeren iets wat geen eigendom is (bijv. in art. 1 van de beleggingsfondswet van 1957) gewoon een nieuwe wetsformule op te zetten die een betere vertaling zou geven van de relatie beleggers-beheerder.

(1) Zie daaromtrent : Jaarverslag Bankcommissie, 1952-53, p. 88-89, en Jaarverslag Bankcommissie, 1953-54, p. 63-65.

242. 2. Kon men voor belegging in roerende waarden nog met moeite volhouden dat de beleggers eigenaars-mandaatgevers zouden zijn, bij belegging in onroerende goederen gaat dit niet meer.

Eigenaar is - tegenover derden en daar gaat het vooral om - wie ingeschreven staat als eigenaar. En dat dient de beheerder te zijn : hij zal om zijn beheerstaak te kunnen waarnemen de onroerende goederen moeten aankopen, verkopen en verhuren. Verder zou het alleen al om praktische redenen ondoenbaar zijn de beleggers-houders van toondercertificaten of alleszins een paar tienduizend beleggers als eigenaars of mandaatgevers in te schrijven.

243. De beheerder dient juridisch op te treden als eigenaar. Daarbij zou men denken dat hij dit eigenlijk, bijv. in een interne verhouding tot de beleggers of economisch gezien, niet is, dat hij maar optreedt alsof hij eigenaar was en ten behoeve van het beheer.

Bij de beleggingsrelatie is dit ons inziens niet zo. Ook economisch gezien, en uit deze economische verhouding spruit de 'wil der partijen' (wat de interne relatie zou vorm geven), is de beheerder eigenaar wanneer men ook economisch als belangrijkste criterium voor eigendom de zeggenschap neemt. Zowel juridisch als economisch heeft de beheerder en hij alleen de zeggenschap over de onroerende goederen. Dit is ook de bedoeling van de operatie bij beleggingsbeheer als financiële dienst. De beleggers laten het geheel aan de beheerder over om te beschikken over de onroerende goederen. In tegenstelling tot andere fiduciaire relaties als bijv. de in trust geving door een eigenaar van een goed aan de beheerder om het te beheren, treedt hier geen juridische overbedeling van de beheerder op.

De beleggers hebben wel een belang bij de door de beheerder gehouden goederen : met hun geld werden ze aangekocht en zij zullen ook de opbrengst ervan krijgen. Dit recht op opbrengts is hen economisch en juridisch gegeven. Maar een recht op opbrengst, een pecuniair belang, is nog geen economische eigendom. Als zo een economisch eigendomsbegrip zou bestaan dan lijkt de Duitse omschrijving daarvan goed : de economische eigenaar bezit economisch de macht om de formeel-juridische eigenaar van eigenaarsbeschikking m. b. t. bepaalde goederen te weerhouden. Zo bijv. bij de eigendomsoverdracht tot zekerheid : de kredietnemer draagt zijn goed in eigendom over aan de kredietgever maar zolang de kredietnemer zijn schuld afbetaalt mag de kredietgever het goed niet als eigenaar aanwenden en door de afbetaling van de schuld rust op de juridische eigenaar de plicht zijn eigendom terug over te dragen.

244. De beheerder is juridisch en economisch de beschikkingsbevoegde. Zijn beschikkingsbevoegdheid is echter intern aan bepaalde vereisten verbonden. Hij mag slechts beschikken wanneer dit in het belang is van diegenen die pecuniair aan de door de beheerder in eigendom gehouden goederen geïnteresseerd zijn krachtens een overeenkomst met de beheerder-eigenaar. Dit belang van de pecuniair geïnteresseerden dient, in bepaalde gevallen extra beschermd te worden. Meer bepaald dient deze extra-bescherming soms verder te gaan dan de bescherming door de obligatorische relatie tot de beheerder-eigenaar, een interne relatie waarvan de bepalingen niet tegenstelbaar zijn aan derden, een relatie die enkel een bescherming van een achteraf komende schadeloosstelling kan bieden (en dan maar hopen dat de beheerder solvabel is). Een van de gevallen waarin deze extra-bescherming gerechtvaardigd is, is de beleggingsverrichting als financiële dienst aan de spaarders.

De juridische formulering van vastgoedbeleggingsbeheer laat het toe deze situatie ten volle onder ogen te nemen.

Omdat er geen sprake meer kan zijn van de vraag of de beheerder eigenaar is dan wel of de beleggers dit zijn. De beheerder moet, gewoon al omwille van het beheer en zelfs al ware hij het economisch niet, als eigenaar optreden.

Zolang men bij het beleggingsbeheer van roerende waarden bleef steken in de eigenaar-niet eigenaar vraag of men het al te vlug kon oplossen door aan te nemen dat de beleggers eigenaars waren is men niet aan de bovenstaande, o. i. meer relevante, beschouwing toegekomen. Vragen over mandaatgeving e. a. zijn op dit punt eigenlijk irrelevant geworden.

245. De beleggingsovereenkomst wordt in artikel 15 omschreven als een overeenkomst waarbij de beheerder zich tegenover iedere belegger verbindt om met diens inleg - en het geven van die inleg is de tegenprestatie van de belegger - en samen met die van anderen, in eigen naam maar voor rekening van de beleggers onroerende beleggingen te verrichten en deze te beheren.

Deze overeenkomst werd beschreven vanuit het standpunt van de beheerder : hij belooft een onroerend beleggingsvermogen samen te stellen, het in eigendom te houden voor rekening van anderen. Niet wordt gesteld dat het om een opdracht vanwege de certificaaathouders gaat. Met de regelen van mandaatgeving, zoals deze in het B.W. zijn neergelegd, heeft deze fiduciaire relatie niet veel gemeen. Maar ook met het type van opdracht dat aan de regelen van mandaatgeving ten gronde ligt is de verhouding beleggers-beheerder niet vergelijkbaar.

Economisch heeft men niet met een opdracht vanwege de beleggers aan de beheerder te maken maar met een deelgeving vanwege de beheerder aan de beleggers, een voorstel vanwege de beheerder tot financiële dienstverlening.

Juridisch is daar geen wettelijke constructie voor gegeven maar we noemen het certificeren, verzekeren dat men een recht houdt ten gunste van een ander. In de mogelijke constructies van vermogensbeheer-opdracht en deelgeving, zoals beschreven in nr. 94. 3. (Hoofdstuk over de Nederlandse fondsen) staat de overeenkomst zoals we ze in artikel 15 omschreven, als 'eigendom gehouden in het belang van een ander, met, ter, bescherming van die ander, een zekerheidsstelling en een controle vanwege onafhankelijke derden'.

246. Drie verdere belangrijke elementen komen in de bepaling van artikel 15 voor.

246. 1. Een eerste daarvan is de verhouding tussen individuele en collectieve elementen in de beleggingsovereenkomst. Deze overeenkomst zelf wordt afgesloten tussen de beheerder en iedere belegger individueel. Sommige rechten uit de overeenkomst komen uitsluitend aan de individuele belegger toe, bijv. het recht op de afgifte van een bewijs, recht op informatie, het recht op opbrengst, het recht om, bij gemeenschappelijke fondsen, de overeenkomst op te zeggen, recht op schadeloosstelling. Anderzijds heeft de overeenkomst een belangrijk collectief element. De beleggers kunnen maar een goede opbrengst en een relatieve risicovrijheid genieten omdat hun inleg samen met die van anderen tot één groot vermogen wordt samengesmolten. De belegging lukt maar indien ze collectief gebeurt. Daarom heeft de beheerder tot taak het beleggen voor rekening van alle beleggers samen, hij treedt niet op in het belang van één belegger maar van allen en daarbij deze beleggers op gelijke voet behandelend.

Dit collectieve element komt op het juridische vlak tot uiting door het feit dat de belangrijkste verplichting van de beheerder, het samenstellen van een beleggingsvermogen en het beheren daarvan, een verbintenis is die ondeelbaar is, die slechts ten voordele van de gezamenlijke beleggers kan volbracht worden.

Omwille van de gelijke behandeling van de beleggers kan echter niet de regel aangehouden worden dat één enkel schuldeiser de vordering uit de ondeelbare verbintenis zou uitoefenen en evenmin kan een vergadering van participanten ingesteld worden waar meerderheids- en minderheidsgroepen zouden ontstaan. Daarom werd aan de beleggers geen controlerecht verleend maar enkel een informatierecht dat ze individueel kunnen uitoefenen. Ook met de economische gegevenheid dat het bij deze beleggingsformules om een financiële dienst vanwege de beheerder gaat is een inmengings- en controlerecht vanwege de beleggers niet verzoenbaar.

Aan een derde, de Bankcommissie, werd een controle krachtens de wet opgedragen. De Bankcommissie controleert de financiële dienstverlening in het belang van de beleggers. Zij heeft echter geen opdracht vanwege de beleggers ontvangen, zij is hen geen verantwoording of schadeloosstelling schuldig.

Verder heeft zij tot taak gekregen op te treden wanneer de beheerder het beleggingsprogramma of het beheersreglement dient te veranderen.

Het enige moment waarop beleggers samen in een beslissing nemende vergadering bijeenkomen is wanneer de beheerder door de Bankcommissie verbod wordt opgelegd om nog verder zijn taak waar te nemen of in faillissement verkeert (art. 24, al. 3 en art. 17, al. 5). Dan zullen de beleggers door een voorlopig bewindvoerder, onder toezicht van de rechtbank van koophandel, die de procedure zal bepalen, opgeroepen worden teneinde een

nieuwe beheerder aan te stellen of tot liquidatie van het beleggingsvermogen over te gaan.

De beleggers treden dus tegenover de beheerder individueel op m. b. t. de uitoefening van de hun individueel toekomende rechten; de Bankcommissie waakt over de naleving van de ondeelbare verbintenis en wanneer de beleggers bijv. een vordering zouden instellen tegen de beheerder tot nakoming van zijn verbintenis die ondeelbaar is dan kan zulks. Alleen, voor wijziging van deze ondeelbare verbintenis is krachtens de wet de toestemming van de Bankcommissie opgedragen.

246. 2. Een tweede element in de bepaling is dat het beleggingsprogramma of het beheersreglement deel uitmaakt van de beleggingsovereenkomst. Volgens deze zelf opgemaakte regelen dient de beheerder de beleggingen te voeren. Deze regelen dienen dan ook opgenomen te worden in de bewijzen die door de beheerder aan de beleggers worden afgegeven.

246. 3. Tenslotte wordt door de laatste zinsnede van artikel 15 gepoogd de moeilijkheden te vermijden die ten gevolge van bepaalde theorieën i. v. m. toonderpapier ten onzent voorgehouden, zouden ontstaan.

Wanneer toonderpapier ter vertegenwoordiging van een vordering wordt gecreëerd (voor de onroerende beleggingen in art. 19 van ons voorstel geregeld) dan zou de aldus geïncorporeerde vordering niet berusten op een overeenkomst en zouden de regelen, die - zo de vordering niet in toonderpapier geïncorporeerd ware geweest - op de overeenkomst waaruit de vordering ontspruit zouden van toepassing geweest zijn, geen of slechts analoge toepassing vinden in de relatie houder van het toonderpapier uitgever van het toonderpapier (1).

(1) Aldus VAN RYN, II, nr. 1312; hypothese die door de auteur zelf niet kan volgehouden worden in concrete toepassingen: zie nr. 1336.

Daarbij vergeten de voorstanders van deze theorieën dat de relatie uitgever - houder kan gequalificeerd worden als koop-verkoop van een waardepapier en dat op grond van de vrijwaringsplicht bij koopovereenkomst onrechtstreeks een groot deel van de genoemde, niet van toepassing zijnde, regelen toch toepassing zullen vinden.

Anderzijds kan voorgehouden worden dat het creëren van een toonderpapier ter vertegenwoordiging van een vordering volgt uit een voorafbestaande overeenkomst, die dit creëren als verbintenis inhoudt. De bepalingen die in het toonderpapier geïncorporeerd zijn moeten dan de omvang en de modaliteiten van de ten gronde liggende verbintenis precies weergeven.

Is dit niet het geval dan zijn de rechten van de contractpartij die houder is van het toonderpapier niet helemaal verloren.

Voor zover deze rechten niet in het toonderpapier (het enige bewijs) tot uiting komen zal de uitoefening en de overdracht ervan echter moeilijker zijn (bedoeld de uitoefening door de partij die houder werd), maar ook niet meer dan dat.

Deze tweede visie komt in artikel 15 van ons voorstel tot uiting. Het afgeven van bewijzen die de rechten van de certificaathouder vertegenwoordigen volgt uit de beleggingsovereenkomst als een van de verbintenissen van de beheerder.

De tekst zelf van deze bewijzen moet de tekst zelf zijn van de beleggingsovereenkomst (i. c. de projectsbeschrijving of het beheersreglement) - art. 7, al. 1 en art. 10 - .

Levert de beheerder geen bewijzen af of bewijzen met een andersluidende tekst dan is dit een contractuele wanprestatie.

De belegger zal dan herstel van de toestand en eventueel schadeloosstelling - wegens het niet hebben kunnen uitoefenen van zijn recht - vorderen.

Alleszins de actie m. b. t. de inhoud van het toonderpapier wordt hem vergemakkelijkt doordat het beheersreglement of de projectsbeschrijving als enig toegelaten contractsinhoud door de Bankcommissie zijn goedgekeurd.

247. Het belangrijkste recht van de certificaathouder tegenover de beheerder is een vorderingsrecht tot afgifte van de opbrengst van het belaggingsvermogen, waarvoor de belegger de pecuniair geïnteresseerde is.

Dit recht zal tegenover de beheerder en vooral tegenover derden moeten beveiligd worden. Een poging tot juridische formulering daarvan werd ondernomen in de artikelen 17 en 18 van ons voorstel.

De beheerder treedt steeds in eigen naam op. Meestal zal hij echter optreden ten behoeve van het (of één van de) door hem beheerde vermogen(s). Hij zal deze omstandigheid aan zijn mede-contractanten kenbaar maken, en verder wordt dit ook aangetekend in het register van de hypotheekbewaarder (wanneer het om verwerven van onroerende rechten gaat).

Regelmatig door de beheerder verworven rechten of opgenomen verplichtingen zullen op het vermogen, waarop zij betrekking hadden, maar ook enkel op dit vermogen kunnen verhaald worden. Voor onregelmatig verworven rechten of opgenomen verplichtingen blijft de beheerder met zijn persoonlijk vermogen gerechtigd of verplicht. In geval van faillissement van de beheerder persoonlijk horen de beheerde vermogens niet tot de failliete boedel.

248. Hierbij kunnen twee vragen gesteld worden, de ene minder belangrijk dan de andere.

248. 1. De eerste vraag is of door deze constructie niet het heilige principe van artikel 8 Hypotheekwet en de daaraan ten grondslag liggende vuistregel 'één persoon, één vermogen' wordt geschonden.

Uiteraard is dit het geval. Maar is dit niet eveneens zo voor de in toepassing van de in artikel 8 zelf voorziene uitzondering gestelde voorrechten, waar men omwille van beschermenswaardige belangen van de gehuwde vrouw, de kredietgevers, de onbetaalde verkoper enz... hypotheeken en voorrechten heeft gecreëerd? Is er daar, bijv. bij de niet betaalde leverancier en de pandhoudende schuldeiser, niet eveneens een vermogen dat met of dank zij het geld van deze laatsten werd samengesteld en dat, voor zover deze laatsten nog vorderingen hebben, voor hen blijft voorbehouden?

Zijn de belangen van de beleggers niet minstens evenveel waard als bijv. die van de onbetaalde leverancier die toch bewust nog een risico nam?

Vergelijkt men de positie van de belegger in ons voorstel met de positie van de hypothecair kredietgever dan blijkt dat deze laatste beter beschermd wordt door de wet want zijn recht volgt het onroerend goed en eenderwelke derde zal moeten gedogen dat het goed dat hij van de schuldenaar kocht uitgewonnen wordt door de kredietgever.

Dat de beleggers dienen beschermd te worden staat wel buiten twijfel : zelfs de wetgever heeft dit herhaalde malen, m. b. t. andere financiële reglementeringen bevestigd. Hij heeft het er zelfs voor over gehad om ten aanzien van de roerende fondsen een oplossing die met ons rechtssysteem niet overeenkwam om bestwil wettelijk te consacreran.

Wat in ons voorstel ter bescherming van de spaarders wordt gerealiseerd is een duidelijke afwijking van de wet, de zoveelste in de rij naast andere wettelijke afwijkingen die o. i. soms minder beschermenswaardige belangen dan deze van de spaarders - bijv. de belangen van de kredietgever - zelfs beter beschermen.

248. 2. Een tweede vraag is of de mede-contractanten van de beheerder door de voorgestelde regeling niet worden benadeeld.

De regeling van voorrechten is dat ze worden bekendgemaakt aan derden. Ook de fiduciaire relatie (die géén voorrecht inhoudt, geen zakelijk recht, alleen een wettelijke afscheiding van boedels) wordt bekendgemaakt aan derden. Tot zover kan er alleszins geen probleem zijn.

Verder mag aangemerkt worden dat derden waarmee de beheerder regelmatig contracteerde extra beschermd worden door het feit dat ze precies het vermogen, m. b. t. hetwelke gecontracteerd werd, voor hen mogen nemen.

Wanneer de beheerder op onregelmatige wijze contracteerde dan verliezen de mede-contractanten niet zo veel. Deze handelingen zijn niet nietig en eenmaal de goederen bijvoorbeeld aan hen verkocht zijn, rust er geen voorrecht op ten gunste van de beleggers. Het enige wat een probleem kan zijn is dat de mede-contractanten mogelijkerwijze voor een beheerder staan die minder solvabel zou zijn. Slechts uit zijn persoonlijk vermogen zal de beheerder hen mogen betalen. Maar dit moet met een korreltje zout genomen worden : de derdenbescherming hoeft niet zo ver te gaan dat er telkens voor gezorgd wordt dat de beheerder zelf een eigen vermogen heeft dat minstens zo groot is als de waarde van de contracten die hij afsluit. Ook de bescherming van de beleggers tegenover de beheerder gaat niet zo ver. Een perfecte solvabiliteit in deze zin

is nergens in de economische praktijk gerealiseerd en wordt ook niet gewenst. Tal van naamloze vennootschappen, waarvan men weet dat de aandeelhouders niet tot 'bijstorting' gehouden zijn, sluiten contracten af die ver boven de waarde van hun maatschappelijk kapitaal of hun netto eigen vermogen gaan.

We willen hier even een op zichzelf minder goede maar voor het hier behandelde probleem enigszins verhelderende vergelijking maken. Nemen we de hypothese van door de beheerder ener NV met overschrijding van het maatschappelijk doel gestelde handelingen. Zolang de eerste E.E.G.-richtlijn nog niet van toepassing is zijn deze handelingen nietig. De derden moesten het immers maar weten! Wanneer men nu even het fondsvermogen als vennootschap ziet en de fiduciaire eigenaar als beheerder van die vennootschap : in ons voorstel zouden dan de derden hun vorderingen niet kunnen verhalen op het vennootschapsvermogen maar, deze vorderingen tegenover de beheerder geldig zijnde, zouden de derden ze kunnen verhalen op de beheerder zelf en er wordt wettelijk nog een minimum-garantievermogen van die beheerder gewaarborgd. In vergelijking van de - toegegeven ook minder comfortabele - positie van voor de richtlijn is de derdenbescherming in het voorstel toch wel beter. In goede verhoudingen gezien - en daarom was de vergelijking op zichzelf ook minder goed - is dit laatste natuurlijk minder waar : in tegenstelling tot derden die met de vennootschappelijk beheerder handelen en daar voor formele en klare statuten staan, kunnen degenen die met de beheerder van bijv. een gemeenschappelijk fonds contracteren soms niet weten of een handeling van de fiduciaire eigenaar wel overeenkomt met het contract tussen deze laatste en de bekijgers .

Bij gemeenschappelijke fondsen bijvoorbeeld zal de geldigheid van een handeling, de aankoop van onroerende beleggingen, afhankelijk zijn van de criteria in het beheersreglement aangegeven. Zelfs in het algemeen is er de bepaling dat onroerende beleggingen slechts kunnen toegelaten worden als ze door de beheerder voor verhuring aan derden zullen aangewend worden.

Het zou een overmatige belasting van de medecontractanten van de beheerder worden wanneer men hen voor de geldigheid van contracten zou opleggen beleggingscriteria, d. w. z. contracten tussen hun mede-contractant en anderen, of de bedoeling van hun mede-contractant te gaan beoordelen.

Daarom wordt de principiële geldigheid van alle door de beheerder-eigenaar, als eigenaar en dus tegenover derden als onbeperkt zakelijk bevoegde, intact gelaten.

249. Tenslotte zijn er in het voorstel nog een paar evidente bepalingen opgenomen. Een ervan is dat de beleggers slechts ten belope van hun inleg gehouden zijn tot de eventuele schulden van het beleggingsvermogen. Het is een hypothese die volkomen irreëel zou zijn, nl. dat de beleggers tot bijstorting zouden overgaan, omdat verrichtingen van de beheerder die het fondsvermogen zodanig zouden belasten ook zouden indruisen tegen de beleggingsovereenkomst en dus niet tegenstelbaar zijn aan de beleggers. De beheerder zou er zelf moeten voor instaan. Ook schadeloosstellingsvorderingen zullen niet tot een uitputting van het belegde vermogen kunnen leiden daar er verzekeringen dienen afgesloten te worden en de beheerder voor het niet voldoen van deze verzekeringscontracten persoonlijk gehouden is.

Verder is er de reeds besproken controle van de Bankcommissie, haar actiemiddelen en een procedure van hoger beroep. Tenslotte is er artikel 25 dat de verplichting inhoudt beslissingen, in het raam van de controle genomen, bekend te maken.

250. Verklarende bepalingen en regelen die de concrete uitwerking van de controle betreffen zijn niet opgenomen. Evenmin strafrechtelijke regelen. Zowel de concrete modaliteiten van de controle, de rekeningen die elk jaar aan de Bankcommissie dienen te worden voorgelegd, als sancties op inbreuken van de reglementering zijn vóórgegeven in de wetten van 1957 en 1964. Ook in het K.B. nr. 185, waar de controle op de banken geregeld wordt liggen dergelijke bepalingen voor het grijpen.

251. Op twee, eveneens in het voorstel niet behandelde, maar niettemin belangrijke problemen willen we even wijzen.

251. 1. Er is het fiscale aspect. Als men een wet zou aannemen waarbij de belangen van de kleine spaarders beschermenswaardig worden geoordeeld dan dient men ook de fiscale consequenties daarvan te nemen. Wanneer collectieve belegging wordt opgezet om aan de kleine spaarders de mogelijkheid te geven dezelfde opbrengst als de bezitter van een belangrijk vermogen te kunnen bekomen dan mag deze opbrengst niet fiscaal extra-geamputeerd worden enkel omwille van het feit dat de kleine spaarders niet rechtstreeks doch middels een fiduciair tussenpersoon kunnen beleggen. Zou men geen fiscale aanpassing doen dan zou de onrechtstreekse vastgoedbelegging tweemaal belast worden, een eerste keer als onroerend goed belasting bij de fiduciaire eigenaar, een tweede keer bij de inkomstenbelasting van de spaarders en zulks als opbrengst van vorderingsrechten. Roerende voorheffing zou bij de uitkering van 'dividend' worden afgehouden. Wellicht kan men deze laatste belastingsheffing gewoon weglaten. De fiduciaire eigenaar

zou belasting betalen op de onroerende goederen en dan netto-opbrengst uitkeren (daarbij aan de spaarders meedelend hoeveel de fiscale druk is geweest op hun proportioneel recht, dit ten behoeve van de fiscale aangifte der beleggers).

Op deze wijze zouden de beleggers - ook fiscaal - de voordelen van de vermogende geldbezitter genieten, nl. slechts éénmaal belasting betalen op onroerende goederen.

Een concreet, in wetsbepalingen gesteld, voorstel werd echter omwille van de uitgebreide studie die dit alsnog zou vergen, niet binnen het bestek van ons op soliditeitsreglementering en juridische formule afgestemde project opgenomen.

252. 2. Een ander niet geregeld maar te voorzien probleem is dat van de buitenlandse beleggingsbeheerders die in België zouden werkzaam zijn.

Dit biedt echter geen moeilijkheden. Nu reeds is in de wet van 27 maart, art. 6, een oplossing daarvoor voorzien.

Buitenlandse beleggingsbeheerders zijn krachtens dit artikel m. b. t. hun activiteit in België onderworpen aan de machtiging van de Bankcommissie die deze machtiging afhankelijk maakt van de naleving door de beheerder van de voor Belgische instellingen gegeven reglementering (1).

(1) Zie verder : Jaarverslag Bankcommissie, 1966, p. 148-149, waar o. m. de 'procedure van de voorbereidende werkzaamheden' wordt genoemd voor de buitenlandse statutaire beleggingsfondsen.

e. Bemerkingen

253. 1. Met dit voorstel menen we dan een formulering te mogen geven die getrouw blijft aan de thans voorliggende principes terzake van controle op financiële ondernemingen : de controlerechten die aan de Bankcommissie werden verleend zijn slechts een explicietatie van wat nu de praktijk is en verder worden de nodige voorzieningen getroffen om de Commissie ook efficiënte actiemiddelen ter hand te stellen.

Slechts één, op het eerste gezicht onaanzienlijk, artikel is er op belangrijke wijze nieuw, met name de verplichting en niet het facultatief stellen om de in het kader van de controle genomen beslissingen openbaar te maken.

In vele wetten komt de mogelijkheid dit te doen voor maar slechts uiterst zelden werd er gebruik van gemaakt (1), vooral om het 'vertrouwen' tussen de financiële wereld en de Commissie of de Minister niet te verstoren.

We wilden toch deze verplichting opnemen om de volgende redenen. Een eerste is dat de bedoelde beslissingen werkelijk de allerbelangrijkste zijn, bijv. het onttrekken aan de beheerder van zijn toelating (wat ook t. a. v. andere financiële instellingen steeds wordt bekendgemaakt) of bijv. de maatregelen die de Bankcommissie aanbeval tot rechtzetting van bepaalde onwettelijke situaties. Verder heeft men hier te maken met financiële jurisprudentie, vaak pretoriaans, die voor het verstaan van de desbetreffende en steeds meer impact krieggende wetgeving nodig is. Het is onbillijk en het verstoort in belangrijke mate de rechtszekerheid deze jurisprudentie slechts in nevelen van abstractheid gehuld of gewoon niet mee te delen aan de rechtshorigen.

(1) Zie bijv. de eerste toepassing van de bevoegdheid van de Minister op grond van art. 108, § 3, Boek I, Titel V, W.v.K. in Staatsbl. 7 mei 1971, p. 6011.

253. 2. De fiduciaire constructie die voorgesteld werd blijft o. i. eveneens getrouw aan de geest van de bestaande wetgeving. Er wordt geen 'Trust'-constructie in ons recht overgeplant. Het beste kan dit aan de hand van het volgende voorbeeld toegelicht worden. Wanneer in het Anglo-Amerikaanse trustrecht een derde een goed verwerft dat onder trustverband staat dan rust op hem de verplichting om dit goed verder zelf als trustee en naar de modaliteiten van de trust te houden. Wanneer echter in ons voorstel een derde het beleggingsgoed van een zakelijk onbeperkt maar intern-obligatorisch beperkt beschikkingsbevoegde verwerft dan heeft hij geldig dit beleggingsgoed verkregen. De beleggers zullen dan slechts tegenover de beheerder een schadeloosstelling hebben. Om hen beter te beschermen is dan echter de controle van een onafhankelijk toezichtsorgaan, een welbekende uit ons recht, ingesteld.

253. 3. Met dit voorstel is wel een controle ingesteld over de beheersinstellingen; in ruil daarvoor, m. n. nu er toch een zekere garantie voor hun vertrouwenswaardigheid bestaat, worden ze vrijgesteld van het maken van moeilijke, ondoorzichtige en uiteindelijk onhoudbare juridische beveiligingsconstructies. Een eenvoudige maar zekerheid biedende juridische formulering, hopelijk ook een fiscaal aantrekkelijk statuut, wordt hen ter hand gesteld om zodoende hun financiële dienst aan de (kleine) spaarders beter te kunnen verrichten. Het vertrouwen van de spaarders in de soliede instellingen wordt gesteund.

Onder de projectbelegging ressorteren de emissies van vastgoedcertificaten. Het Collectief Onroerend Fonds zal moeten kiezen : ofwel gaat het de richting van de financiële dienstverlening uit en onderwerpt het zich aan de wet, o. m. aan het principe van de gelijke behandeling van alle beleggers. Ofwel wordt het een samengaan van beleggers volgens

de aan de vennootschapsformule ten grondslag liggende samenwerking en samenbeslissing met controle vanwege de beleggers-vennoten, maar dan ware het beter deze juridische formule te kiezen die bij het type van een anoniem samenleggen en een beheerder als deskundig en permanent (maar dan ook meer verantwoordelijkheid dragen) beleidsvoerder past. Dit vennootschapstype is de commanditaire-vennootschap op aandelen.

KORTE SLOTBEMERKING

254. In deze studie werden de resultaten medegedeeld van ons onderzoek naar de juridische problemen die zich in Duitsland, Zwitserland, Nederland, Frankrijk, en België stellen met betrekking tot de juridische vormgeving van vastgoedbelegging voor rekening van beleggers en vastgoedcertificering.

Deze problemen, en de daaraan in Duitsland, Zwitserland en Frankrijk door de wet gegeven oplossingen, werden besproken. Voor België werd tevens een voorstel van wet tot formulering en reglementering van de fiduciaire vastgoedbelegging gedaan, een voorstel opgemaakt vanuit de resultaten van het voorafgaande onderzoek.

255. Het fiduciair beheer van vastgoedbeleggingen, waarvoor op het Europese vasteland geen passende juridische vorm gegeven is, het optreden in eigen naam - als eigenaar - van een vertrouwensman die krachtens een overeenkomst met de beleggers wel obligatorisch beperkt is in zijn beschikkingsbevoegdheid maar naar buiten uit als zakelijk onbeperkt bevoegde optreedt, is voor ons een boeiend onderwerp van juridische studie geweest.

256. 1. Het op zoek gaan naar mogelijke juridische formules leidde in diverse landen tot een atypische toepassing van bepaalde rechtsfiguren. In vele gevallen kan zo iets ongestraft verlopen maar precies bij beleggingsfondsen bracht dit, omdat dit atypisch gebruik op zo grote schaal werd toegepast, bij de eerste grote moeilijkheden, zware problemen mee.

256. 2. De rechtsfiguur die zeker het meest van al atypisch wordt aangewend is de vennootschapsfiguur, gewoon omdat zij en meestal zij alleen toegang verschaft tot de rechtspersoonstechniek, die zo stilaan synoniem van afgescheiden vermogen is geworden.

Omwille van dit afgescheiden vermogen wendde men de vennootschapsfiguur aan bij beleggingsrelaties die met de voor deze juridische figuur als economisch model (te regelen verhoudingen) staande samenwerkingsvorm soms iets, maar meestal niets, gemeen hadden.

Aldus bijvoorbeeld in Frankrijk waar de vennootschapsvorm van het Code civil werd gebruikt.

Deze samenwerkingsvorm, zoals die als type bij de regeling van het Code civil voorligt, onderstelt zonet een effectief samenwerken dan toch een samenbeslissen en een controleren van de beheerder door de vennoten. Dit wil zeggen: de wet veronderstelt dat, binnen de perken van regelrechte fraude of strafbare handelingen, de beheerder van de vennootschap wel op het goede pad zal gehouden worden door de vennoten, dat dezen mans genoeg zijn om hem te controleren.

Stelt men tegenover deze vóóronderstellingen van de wettelijke regelen, dit 'type', de economische verhoudingen, zoals die bij beleggingsoperaties in Frankrijk, en elders ook, voorlagen, dan ziet men dat talrijke beleggers een haast blinde lings vertrouwen stelden in de beheerder en dat dit inherent is aan de beleggingsovereenkomst zelf waarbij een kleine spaarder wat 'op zij zet' voor later, en dit bewust van zijn eigen ondeskundigheid maar betrouwend op die van de beleggingsbeheerder (en daartoe aangemoedigd door de reclame) aan deze laatste toevertrouwt om het te beleggen volgens vaste, behoorlijk risicovrije, criteria.

Geen sprake hier van controle door de beleggers.

Zij zijn er niet eens voor geïnteresseerd of beschouwen zichzelf daartoe onmachtig. En zij die er wel voor geïnteresseerd zijn vormen een gevaar voor de anderen want op een algemene vergadering zouden zij - eventueel meerderheid tegen minderheid - de beheerder dwingen om van de behoorlijke criteria af te zien en een andere, bijv. meer opbrengts leverende maar dan ook meer risicodragende, beleggingspolitiek gaan voeren.

De Franse wetgever zag, toen de moeilijkheden al groot waren, het gevaar hiervan in en bracht een oplossing die aan de kern van de problemen niet raakte.

De 'société civile de placement immobilier' volgens het Code-civil-type werd aangepast tot iets wat het midden houdt tussen de S.A.R.L. (beheersregeling) en de société anonyme (kapitaalsregeling).

Van een wettelijke regeling die intensieve vennoten-controle veronderstelde werd het een wetgeving die een minder omvangrijke controle veronderstelde. Het principe van de controle en het gevaar van meerderheid-minderheidsrelaties die de gelijkheid van de beleggers verstoren, bleven echter.

256. 3. In sommige gevallen werden de moeilijkheden van een atypische toepassing der vennootschapsfiguur door de promotors zelf van de belegging ontweken door, bijv. zoals bij de burgerlijke vennootschap van het Internationales Immobilien Institut en bij de Kommanditgesellschaft-constructie in Duitsland een trustee in te schakelen die, als enig optredend vennoot naast de beheerder, op het hele kapitaal intekende, de controle voerde en dan aan de beleggers zeggenschapsloze bewijzen van onder-participatie afleverde.

De Belgische Lambertco en Groep I - formules hebben hier wat mee gemeen (behalve dat de trustee geen controlerecht bezit).

257. Bij de projecten van de Deutsche Immobilien Investierungs-A.G. en vooral bij de Nederlandse initiatieven werd voor de trustfiguur ook wel de vennootschapsconstructie gebezigd, maar dan niet als organisatie voor de verhouding beleggers-beheerder, wel als loutere vermogensafscheiding bij de persoon van de trustee. De fiduciaire eigenaarsfiguur werd in Nederland gesplitst in enerzijds een eigenaars-NV die het onroerend vermogen zal houden (waarbij het vermogen zal geparkeerd worden) en anderzijds een beheerder die van deze eigenaar volmachten krijgt wanneer voor het goed uitoefenen van het beheer de eigendomsrechtelijke beschikkingsbevoegdheid nodig is.

Aldus is een relatief veiligstellen van het belegde vermogen bij een doelbeperkte vennootschap-eigenaar en een voldoende armslag voor de beheerder (die nu van één persoon volmachten kan krijgen, wat anders - van duizenden - niet mogelijk was) en een controle vanwege de eigenaar over de beheerder gerealiseerd. De beleggers worden geen aandeelhouders in de eigenaarsvennootschap : terecht is hen ook deze zeggenschap ontzegd. Zij ontvangen certificaten ten bewijze van hun recht op opbrengst.

Met vooral de Nederlandse formule zijn de Belgische Immolease-Trust en Onroerend Vermogen constructies nauw verwant.

258. Terwijl men in Nederland probeerde de belangen die de certificaathouders bij het belegde vermogen hebben veilig te stellen door dit vermogen bij een - voor het overige 'lege' - vennootschap te stallen, poogden de Zwitserse promotors de beleggers rechtstreeks eigenaars te maken van het beleggingsvermogen door dit vermogen te laten bestaan uit aandelen van en schuldvorderingen op zodanige parkingvennootschappen. Niet alleen was dit onverzoenbaar met het formele Zwitserse eigendomsrecht, het betekende bovendien dat de beleggers zogenaamd in een eigenaarspositie werden gesteld die zij ook economisch niet hadden en uiteindelijk niet wensten. Economische zeggenschap als van een eigenaar hadden ze niet. Ook hier lag een atypische toepassing van een overigens op louter rechtstechnisch vlag niet houdbare rechtsfiguur voor.

259. Dit probleem, het op bepaalde economische verhoudingen waarvoor geen aangepaste regeling gegeven is, toepassen van wetsformules, die wel gedeeltelijk behupzaam kunnen zijn maar waarbij als vóóronderstelling, als type van te regelen relaties, totaal andere economische verhoudingen voorlagen, heeft zijn stempel gedrukt op het ondernomen onderzoek.

Om deze problematiek in te zien is zowel een beschouwing over het 'wezen', het 'type' van gegeven rechtsfiguren als een duidelijk stellen van de economische verhoudingen die nu moesten geregeld worden, nodig geweest.

In deze optiek moet men de 'uitweidingen' over de vennootschapsrelatie, de eigendomsfiguur, de economische gegevenheden bij leasing enz... zien.

260. 1. Het oplossen van deze problemen kon niet zonder wettelijk ingrijpen. In Duitsland, Zwitserland en Frankrijk, waar het atypisch aanwenden van rechtsfiguren op beleggingsrelaties tot moeilijkheden leidde, kwam zo'n wettelijk ingrijpen. En juist omdat de wet tot stand kwam vanuit de moeilijkheid van een onaangepaste juridische vertaling voor de beleggingsrelatie mocht men verwachten dat de nieuwe wet vanuit een klaar inzicht in de te regelen economische verhoudingen tot een getrouwe en mogelijks in het recht inpasbare juridische vertaling zou komen.

260. 2. Met betrekking tot de Franse wet werd reeds gesteld dat deze er - grotendeels omwille van het alarmwetgevingskarakter ervan - niet in geslaagd is zo'n vertaling te bieden (zie nr. 256. 2.).

Bij de Duitse en de Zwitserse wetgeving heeft men geregeld de beleggingsbeheerformule als financiële dienst aan de spaarders. Men heeft de beheerder onder toezicht gesteld van een onafhankelijk controle-organisme maar hem in ruil daarvoor een elegante en klare juridische vertaling der beleggingsrelatie gegeven. De financiële instelling die zich aldus - ten gevolge van de controle - met het imago van de soliditeit, met een klaar en fiscaal voordelig beleggingsstatuut aan de spaarders kan aandienen mag op het vertrouwen van deze laatsten rekenen. De beleggers zelf weten zich door de wet beschermd tegen minder fraaie beheerstechnieken, tegen agressieve verkopers en tegen faillissement van de beheerder.

260. 3. In Zwitserland werd nog gepoogd de beleggingsbeheerrelatie te passen in het bestaande rechtstelsel, waar de op het Europese vasteland mooist uitgewerkte opdrachtsfiguur voorhanden was. Het aanwenden van de 'Auftrag' kwam overigens

goed van pas om het door de wetgever ten gunst van de beleggers gewilde royementsrecht verplichtend te stellen : de 'Auftrag' is immers steeds opzegbaar.

Maar met het voor-wettelijke opdrachtgevings-type was de financiële dienstverlening vanwege de beheerder, waar het niet gaat om een opdracht geven vanwege de beleggers en volgens de modaliteiten door de opdrachtgevers-beleggers gesteld, maar waar een voorstel van financiële operatie van de beheerder uitgaat en ter realisatie daarvan o. m. een opdracht nodig maakt, was deze dienstverlening niet verzoenbaar.

In de Duitse wet wordt wel vaag naar de 'Treuhand' verwezen die in dit land enige jurisprudentiële en fiscale vormgeving kreeg, maar verder wordt een autonome juridische constructie voor de beleggingsrelatie geformuleerd, een constructie met bouwstenen van het bestaande recht opgemetseld.

In die zin is ook ons voorstel tot wettelijke regeling van de fiduciaire vastgoedbelegging voor België opgevat.

Er werd op gewezen dat de gebruikte juridische formules niet ten volle kunnen waarmaken wat economisch voorgehouden wordt, m. n. een bescherming van de beleggers te realiseren, en daarom werd aan de wetgever een techniek ter hand gesteld die een passende juridische vormgeving kan zijn voor de bescherming van de belangen van de spaarders, belangen die door de wet zelf, op talrijke andere momenten, als beschermenswaardig werden voorgesteld.

LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR

Hieronder volgt geen bibliografie met betrekking tot vastgoedbeleggingsfondsen. Zoals in de inleiding meege-deeld zijn de werken en bijdragen in tijdschriften over de in deze studie behandelde problemen uiterst schaars of niet zonder meer beschikbaar (bijv. Duitse proefschriften andere dan 'Dissertationen').

Daarom wordt hier een lijst opgenomen van geraadpleegde en geciteerde literatuur. Algemene handboeken van burgerlijk of handelsrecht, als daar zijn DE PAGE, VAN RIJN (België), PLANIOL en RIPERT, HAMEL en LAGARDE (Frankrijk), PALANDT, SCHLEGELBERGER-GESSLER (Duitsland) worden niet opgenomen en evenmin de per trefwoord opgestelde naslagwerken als de Répertoire Pratique of de Juris Classeur.

Deze lijst omvat twee delen, enerzijds de in boekvorm verschenen studies, anderzijds de bijdragen in tijdschriften. Omwille van de geringe omvang dezer lijst werd ze niet nogmaals, per land, ingedeeld.

Bij het citeren van bijdragen in tijdschriften werd niet de gangbare vorm gebruikt waarbij de titel van de bijdrage onderlijnd wordt en voor de naam van het tijdschrift, ter onderscheiding, 'in' wordt geplaatst. Geopteerd wordt voor de meer vereenvoudigde vorm van literatuuropgave zoals die bijv. in de 'Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut' te Nijmegen aangewend wordt.

I. BOEKEN

AMCEN, K., Ueber die Eigentumsverhältnisse bei den Schweizerischen Investment Trusts, Bern, 1965.

AUBERT, M., La protection des porteurs de parts dans les Investment Trusts, Genève, 1957.

ARLET, P., La consommation, l'éducation du consommateur, Parijs, 1939.

BARCHEWITZ, A., NIELSEN, J., Das Bankrecht, Bleckede a/d Elbe, 1966.

- BAUR, J., Investmentgesetze, Berlijn, 1970.
- BLOM, F.W.C., Financiering van ondernemingen, Brussel, 1966.
- BOEMLE, M., Wertpapiere im Zahlungs-, Kredit-, und Kapitalverkehr, Zürich, 1970.
- BOOY, P.M. Trustee's bij geldleningen, Leiden, 1935.
- BOGERT, G.G., Handbook of the Law of Trusts, St. Paul, 1963.
- BROUWER, S., Beurs en effectenhandel, Amsterdam, 1969.
- BRUGGEMAN, E., Internationales Investmentsparen, München, 1968.
- BUCHWALD, F., TIEFENBACHER, E., Die Zweckmässige Gesellschaftsform, Heidelberg, 1967.
- COMPARATO, F.K., Essai d'analyse dualiste de l'obligation en droit privé, Parijs, 1964.
- CREMERS, J.H.F.J., Prioriteitsaandelen, Deventer, 1971.
- C.R.I.S.P., Morphologie des groupes financiers, Brussel, 1966.
- DE KAT, G., Effectenbeheer, Haarlem, 1932.
- DENEFFE, P., Distributie en consument, evolutie en prognose, Antwerpen, 1970.
- DE PELSMÆKER, P., Des associations en participation et des syndicats financiers, Brussel, 1934.
- DORHOUT-MEES, T.J., Kort begrip van het Nederlands handelsrecht, Haarlem, 1964.
- DORHOUT-MEES, T.J., Statuten van naamloze vennootschappen, Haarlem, 1933.
- GAUTSCHI, G., Das Obligationenrecht, Bern, 1960.
- HAMIAUT, M., La réforme des sociétés commerciales, Parijs, 1966.
- HAVERMANN, H., Leasing, Düsseldorf, 1965.

- HEINZE, M., Die GmbH und Co, Kommanditgesellschaft, Stuttgart, 1969.
- HOUBEN, F.J.M., Het certificaat, Roermond, 1942.
- HUECK, A., Das Recht des Wertpapiere, Frankfurt/M., 1967.
- HUECK, A., Gesellschaftsrecht, München, 1965.
- JOLLES, J., De kenmerken van de overeenkomst van maatschap, Purmerend, 1932.
- KLAUS, H., Die Gesellschaft des Bürgerlichen Rechts, Ludwigshafen, 1967.
- KWAST, E.H.P., Investment Trusts, Amsterdam, 1931.
- LARCIER, R., Introduction aux fonds de placement, Brussel, 1953.
- LARENZ, K., Lehrbuch des Schuldrechts, München, 1968.
- LEPAULLE, P., Traité théorique et pratique des trusts en droit interne, en droit fiscal et en droit international, Parijs, 1932.
- LIEBICH, -, Treuhand und Treuhänder im Wirtschaftsrecht, Berlin, 1966.
- LORRAIN CRUSE, La spéculation, Tours, 1970.
- MARTINI, E., Rechtliche Probleme eines Immobilienzertifikates, Stuttgart, 1967.
- MEYER-HAYOZ, A., Das Sachenrecht, Bern, 1966.
- PAUWELS, A., Huur van handelshuizen, Brussel, 1954.
- PETER, K., Neuzeitliche Gesellschaftsverträge und Unternehmensformen, Berlin, 1970.
- REHFELDT, R., ZOELLNER, W., Wertpapierrecht, München, 1970.
- ROLIN, S., Le leasing, Verviers, 1970.
- RONSE, J., Algemeen deel van het vennootschapsrecht, Leuven, 197
- SCHUSTER, J.B., Anlagefondsgesetz, Zürich, 1967.

- SENN, J.P., Les sociétés d'investissement en droit français et comparé, Parijs, 1968.
- SLAGTER, W.J., Juridische en economische eigendom, Deventer, 1968.
- SUETENS-BOURGEOIS, G., De verhouding meerderheid minderheid in de naamloze vennootschap, Brussel, 1969.
- SPOERRI, R., Der Investment Trust nach Schweizerischem Recht, Basel, 1958.
- STECKHAM, H.W., Die Innengesellschaft, Berlijn, 1966.
- SÜTZ, R.A., Der Immobilien-Investment-Trust in der Schweiz, Zürich, 1957.
- TEITLER, E., Die Einmann-Immobilien-A.G., Zürich, 1969.
- UNIKEN VENEMA, C. AE, Trustrecht en bewind, Zwolle, 1954.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., TREURNIET, W.C., Certificering van aanzoekend goed, Den Haag, 1964.
- VAN DER HEIJDEN, E.J.J., VAN DER GRINTEN, W.C.L., Handboek van de naamloze vennootschap naar Nederlands recht, Zwolle, 1968.
- VAN GERVEN, W., Beginselen van Belgisch privaatrecht, Algemeen Deel, Antwerpen, 1969.
- VAN GERVEN, W., Bewindsbevoegdheid, Brussel, 1962.
- VEENHOVEN, A., Eigendomsoverdracht tot zekerheid, Zwolle, 1955.
- VERCRUYSE, P., e.a., Rentetarieven in België, (Uitgave van de Generale Bankmaatschappij), s.d. (1971).
- VOORTHUYSEN, D.W., Leasing, Deventer, 1970.
- WECHSLER, U, Immobilienfonds, Frankfurt/M., 1968.
- , La mobilisation des créances hypothécaires, Etude Juridique N° 33, (Uitgave van 'Les Assurances du Crédit') Jambet-lez-Namur, s.d.

- , Le régime juridique des titres de sociétés en Europe et aux Etats-Unis, Brussel, 1970.
- , Rapport van de Commissie ter bestudering van het vraagstuk van de beperking der medezeggenschap van aandeelhouders in de n.v. aan het Bestuur van de Vereniging voor den Effectenhandel, 26 maart 1956.

II. BIJDRAGEN IN TIJDSCHRIFTEN

- AMONN, K., Die Aufgaben des Sachwalters nach dem Bundesgesetz über die Anlagefonds, Wirtschaft und Recht, 1970, 52 - 74.
- BERGMANN, H., Hausbesitz für 100 Mark - Immobilienfonds, Der Volkswirt, 1969, nr. 5, 31 - 34, nr. 6, 46 - 48, nr. 7, 43 - 45, nr. 8, 46 - 50, nr. 9, 44 - 45.
- BEHRLE, M., Nochmals : Problematik von Zusage und Auskunft im Steuerrecht, N.J.W., 1970, 1634.
- BEZARD, P., La réglementation des sociétés civiles autorisées à faire publiquement appel à l'épargne, J.C.P., 1970, I, 2413.
- BITZ, H., Die Substanz-steuerlichen Auswirkungen des Leasing-Urteils des Bundesfinanzhofes für den Leasing-Nehmer, B.B., 1970, 1006 - 1007.
- BLOM, A., Eigendom van niet-geindividualiseerde effecten, N.J.E., 384 - 385.
- BLOM, F.W.C., Bedrijfspannen, N.V., 41, 70 - 74.
- BLOM, F.W.C., Beleggen in buurtwinkelcentra, E.S.B., 20, 659 - 661.
- BLOM, F.W.C., Belegging van pensioenfondsen, E.S.B. 29, 1272 - 1274.
- BLOM, F.W.C., Certificering van volgestorte hypotheekbank - aandelen, T.V.V.S., 13, 248 - 252.
- BLOM, F.W.C., De rol van de leasing in de ondernemingsfinanciering, N.V., 40, 157 - 161.
- BLOM, F.W.C., De Zwitserse Immobiliëtrusts, N.V., 43, 100 - 103
- BLOM, F.W.C., De Zwitserse wetgeving t. a. v. vastgoedfondsen,

- BLOM, F.W.C., Incentive financing, N.V., 44, 108 - 110.
- BLOM, F.W.C., Is horizontale eigendom goed? , N.V., 43, 149 - 152.
- BLOM, F.W.C., Leasing, E.S.B., 21, 556 - 558.
- BLOM, F.W.C., Sale-Leaseback, N.V., 40, 6 - 10.
- BLOM, F.W.C., Sale-Leaseback van bedrijfsgebouwen, W.F.N.R., 4821.
- BOCKWIJVEL, A., De kanonnen van augustus - Onteigening in de mine van effecten, E.V.V.S., 14, 303 - 309.
- BREMER, H., Des Immobilienleasing, Beilage Nr. 23/69 bei B.B., 10 - 14.
- BROUW, R., Opstal, verhuur, natrekking : een nieuw krediet aan de patroon inzake investeringen, Rev. Banque, 1968, 489 - 498.
- BROUTER, E.A., Les Investment-Trusts aux Pays-Bas, Revue Fiscale, 1955, 198 - 204.
- BUNING, J.R.H., welke voorzietingen behoort de wet te bevatten betreffende fiduciaire rechtsverhoudingen, anders dan na dood? , Hand. N.J.V., 1956, 65 - 104.
- BURGARD, J.J., La Commission des Opérations de Bourse, Rev. Banque, 1971, 583 - 594.
- CHAPUIS, J.P., Evolution du système bancaire suisse durant la dernière décennie, Rev. Banque, 1971, 195 - 216.
- CRAPS, J., Quelques point de comparaison du statut juridique des fonds communs de placement mobiliers, Rev. Banque, 1967, n° spéc., 8 - 16.
- DE BAAT, M.G., Stemrecht bij on-rooyeerbare certificaten, N.V., 34, 105 - 106.
- DE BEL, P., De bereidheid tot het vormen van effectenbezit bij de lagere inkomensgroepen, E.S.B., 24, 184 - 187.
- DEBRAY, B., QUATREPOINT, M., Les sociétés civiles autorisées à faire publiquement appel à l'épargne, Gaz. Palais, 1971, 22-23 mars, 1 - 2.
- DECAMP, W., VERHEEVEN, J., Quelques réflexions sur le statut légal des fonds de placement en Belgique, Rev. Banque, 1967, n° spéc., 17 - 24.

- DECLÈVE, M., Les fonds de placement au service de l'épargne, Rev. Banque, 1967, n° spéc., 39 - 46.
- DELAISI, P., De la clandestinité des sociétés civiles, Gaz. Palais, 1968, II, 6.
- DELAISI, P., Les émissions des parts sociales de sociétés civiles, Droit et Affaires, n° 169, Doc. 3/70.
- DE VRIES, J.J.M., Is horizontale eigendom goed?, N.V., 45, 173 - 175.
- DE VROEY, M., CARTON de WIART, A., La propriété et la part de marché des principales entreprises industrielles en Belgique, C.H., n°s 495, 509-510.
- DRION, H., Noot onder 'Bindend Advies' 10 mei 1966 van Mr. P. Smits, N.J., 231 - 232.
- EGGENS, J., Over de verhouding van eigendom en verbintenis, Mededelingen van de Koninklijke Nederlandse Academie van Wetenschappen, Afdeling Letterkunde, Nieuwe Reeks, Dl. 23, nr. 7, 1960.
- FICKE, U., Investmentfonds in der Baisse, Betriebswirtschaft, 1970, 29 - 35.
- FEITH, W., Het arrest van de niet-geindividualiseerde effecten, N.J.B., 1968, 258 - 261.
- FEVRIER, J.P., Les 'dual purpose funds', Rev. Banque, 1967, n° spéc., 47 - 54.
- GANS, M.P., Enkele aantekeningen over de rechtspositie van de certificaathouder, N.V., 35, 169 - 171.
- GERBRANDY, S., Eigendom van niet-geindividualiseerde doch wel voor een bepaalde cliënt bestemde effecten, berustend onder een commissionair, W.P.N.R., 5061.
- HELLEMA, H.J., Juridische prospectieven van de economische eigendom, Geschriften van de Vereniging voor Belastingswetenschap, 1962, nr. 108.
- HENDRIKX, P.A.M., Open-end en closed-end vormen van gemeenschappelijk beleggen, N.V., 46, 57 - 60.
- HENRIQUEZ, C., Het beleggingsfonds (maatschap of participatie-overeenkomst?), W.P.N.R., 5130.
- HENRIQUEZ, C., Vier trustproblemen, W.P.N.R., 4864 - 4865.

- JACOBS, I., La représentation des actionnaires dans les assemblées générales des sociétés anonymes des six pays du marché commun, Droit et Affaires, n° 198, Doc. 15/71.
- KORNDORFFER, J.T.J., De rechtspositie van de certificaatouder, N.V., 17, 334 - 336.
- KORTHALS ALTES, R., Nogmaals : het arrest van de Hoge Raad in het proefproces effecten van Gebr. Texeira de Mattos, N.J.B., 1968, 596 - 597.
- LEMPEREUR, C., Le troisième rapport annuel de la C.O.B. française, Rev. Banque, 1971, 651 - 654.
- MAEIJER, J.J.M., De eerste E.E.G.-richtlijn en de rechtsgeldigheid van verbintenissen van de Belgische en de Nederlandse vennootschap, T.P.R., 1969, 27 - 50.
- MARTINE, E.N., Les problèmes de qualification à propos des sociétés en participation, Rev. Trim. Dr. Comm., 1959, 41 - 62.
- MAST, H.J., Nouvelles méthodes de vente de certificats de placement, Revue de la société d'études et d'expansion 1968, 842 - 847.
- MEILICKE, H., Rechtsprechungslooping zum Finanzleasing, B.B., 1970, 977 - 979.
- NEDEE, F., Fusies, Ec. Soc. Tijdschr., 1967, 497 - 512.
- NOWE, G., De hypotheekbrief, Real Estate Review, 12 mei 1967, 1 - 2.
- ONDERKA, G., Neue Gesetzliche Vorschriften auf dem Investmentgebiet, B.B., 1969, 1733 - 1736.
- ORIANNE, P., Les contrats passés entre les pouvoirs publics et les entreprises en application de la politique d'expansion régionale, Entreprise dans la cité, 1967, 145 - 229.
- P., Risicoverdeling en risicospreiding bij grote bouwprojecten, E.S.B., 1, 595 - 596.
- PLATHE, P., Zur Rechtlichen Beurteilung des Leasing-Geschäfts, B.B., 1970, 601 - 605.

- POLAK, J.M., Certificering van onroerend goed, W.P.N.R., 4825.
- POLDERMAN, J.J., Bespreking van : P.M. BOOY, Trustee's bij geldleningen, N.V., 14, 60 - 61.
- PUELINCKX, A.H., Les conflits dans l'administration d'une société anonyme en droits américain et belge, Rev. Prat. Soc., 1968, 119 - 143.
- RAUCENT, L., Des créances 'hypothécaires à ordre ou au porteur, Rev. Prat. Not., 1966, 137 - 150.
- R.D.B., Le financement de la Promotion immobilière - idées nouvelles, Rev. Banque, 1971, 450 - 453.
- RENDU, G., Le marché 'over-the-counter' aux Etats-Unis, Banque, 1971, 687 - 693.
- ROST ONNES, N.E., Naar aanleiding van een emissie, N.V., 32, 76 - 77.
- RUNGE, B., Die steuerliche Behandlung von Leasing-Verträgen, B.B., 1970, 1002 - 1006.
- RUSSEL, G., Het certificaat-begrip volgens de zegelwet, N.V., 11, 339 - 340.
- RUTKOWSKI, S., Die unterschiedliche Rechtssstellung deutscher und ausländischer Investmentunternehmen, N.U.W., 1970, 2193 - 2197.
- RUTKOWSKI, S., Probleme der Besteuerung von Investmentanteile, N.U.W., 1971, 1348 - 1349.
- SANDERS, P., De positie van de certificaathouder, N.V., 43, 23 - 27.
- SASSE, H.M., De maatschap op aandelen, T.V.V.S., 8, 89 - 94.
- SCHMEY, F.E., De rechtspositie van de certificaathouder, N.V., 18, 9 - 13.
- SCHOEPF, F., De rechtspositie van de certificaathouder, N.V., 17, 333 - 334.
- SCHOLTEN, Y., De rechtspositie van de certificaathouder, W.P.N.R., 4537 - 4558 - 4559.

- SCHOLTEN, G.J., Samenwerking anders dan in vennootschap, W.P.N.R., 4847.
- SCHUT, D., Het arrest van de Hoge Raad in het procesproces effecten van Gebr. Teixeira de Mattos onbevredigend voor het rechtsgevoel?, N.J.B., 1968, 699 - 700.
- SCHUT, D., Saleleaseback van bedrijfspanden, W.P.N.R., 4826.
- SERVIEN, M., Quelques réflexions à propos du nouveau statut juridique des fonds de placement suisses, Rev. Banque, 1969, 593 - 608.
- SLAGTER, W.J., Certificering van onroerend goed, T.V.V.S., 7, 146 -
- STOFFELS, P., Huurkoopfinanciering, W.P.N.R., 4806 - 4807 - 4808.
- STUBBE, Th., Certificering van onroerend goed, N.V., 41, 88 - 93.
- SWINNEN, R., DENEFFE, P., De consumptie als determinerende factor van de distributie, Tijdschr. voor Economie, 1968, 132 - 156.
- THIERY, J., La place des fonds de placement dans la structure financière, Rev. Banque, 1967, n° spéc., 3 - 7.
- TIXIER, G., Les S.I.C.C.M.I., Dall. Chr., 1967, 137 - 140.
- TREURNIET, W.C., Het rapport van de Commissie Hallema, N.V., 34, 93 - 95.
- TREURNIET, W.C., Onderschrift (bij v.w.g. DE BAAT, Stemrecht bij on-roeyeerbare certificaten), N.V., 34, 105 - 106.
- UDINK, B.J., De burgerlijke maatschap op aandelen in het belastingsrecht, T.V.V.S., 9, 155 - 158, 204 - 207.
- UNIKEN VENEMA, C. AE., Bewind en executele in het Nieuw B.W., W.P.N.R., 4395 - 4396.
- UNIKEN VENEMA, C. AE., C.F.-Stukken : een tussenvorm tussen effecten aan toonder en op naam, N.V., 45, 33 - 37.

- UNIKEN VENEMA, C. AE., Welke voorzieningen behoort de wet te bevatten voor fiduciaire rechtsverhoudingen, anders dan na dode?, Hand. N.J.V., 1956, 1 - 64.
- VAN DEN RUL, G.A., Les fonds de placement et les milieux financiers, Rev. Banque, 1957, n° spéc., 25 - 38.
- VAN DER HEIJDEN, E.J.J., Het certificatengevaar, N.V., 9, 1 - 5.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., Bedankelijk!, N.V., 33, 25 - 27.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., De rechtspositie van de certificaathouder, N.V., 17, 252 - 265.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., Het certificaat van aandelen, N.V., 18, 7 - 9.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., Naar aanleiding van een emissie, N.V., 32, 9 - 10.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., Plaatsing van aandelen als strijdmiddel, N.V., 46, 121 - 125.
- VAN DER GRINTEN, W.C.L., Trustee naar Nederlands recht, W.P.N.R., 3739 - 3740 - 3741.
- VAN DER VOORT, H., Administratie van effecten, W.P.N.R., 4602 - 4603.
- VAN GERVEN, W., De regeling van het bewind in het ontwerp voor een nieuw Nederlands B.W. (Ontwerp Meijers), R.W., 1957-58, 841 - 853.
- VAN GERVEN, W., De trustee bij internationale, in de Europese munteenheid uitgedrukte, geldleningen, T.F.R., 1964, 165 - 192.
- VAN GERVEN, W., La forme juridique d'un investment trust en Belgique, en France et aux Pays-Bas, Rev. Trim. Dr. Comp., 1960, 527-558.
- VAN LEEUWE, H.V.M., Beleggingsinstellingen, N.V., 46, 150 - 152.
- VAN OVEN, A., De niet-geïndividualiseerde Teixeira-effecten, N.V., 46, 65 - 71.
- VAN OVEN, A., Overzicht van Nederlandse rechtspraak, Vennootschapsrecht (I), W.P.N.R., 5052.

- VAN RAVENSTIJN H.P.W., VAN RAVENSTIJN, H.P.M., Kapitaal-afvloeiing uit Nederland via buitenlandse beleggingsinstellingen, T.V.V.S., 12, 265 - 270.
- VAN ROOSEGAARDE BISSCHOP, -, Naamloze vennootschappen en trustbeheer, N.V., 14, 105.
- VAN TROOST, A.P.P., Het gemeenschappelijk warenhuis, E.S.B., 30, 221 - 224.
- VEISSMANN, J., Verbreitung und wirtschaftliche bedeutung der GmbH und Co, KG, GmbH-Rundschau, 1969, 69 - 71.
- VEROUCSTRAETE, I., Le leasing immobilier, Rev. Banque, 1970, 121 - 134.
- VINCENT, L., DEHAN, P., La nature du contrat de leasing, R.C.J.B., 1966, 229 - 244.
- VOORTHUYSEN, D.W., Enkele aantekeningen over leasing, T.V.V.S., 3, 203 - 209.
- VOULET, J., Les sociétés civiles faisant publiquement appel à l'épargne, L'Inform. Chef d'Entrepr., 1971, 169 - 177.
- VREESWIJK, J.A., De toepassing en de werking van de fiduciaire eigendomsverdracht in de jaren 1935 en 1969, W.P.N.R., 5079.
- WEBER, D., JANSSEN, M., Unbeschränkt haftende Kommanditisten in der GmbH und Co, KG, N.J.W., 1971, 1678 - 1681.
- WIARDA, J., De relativiteit van rechtsverhoudingen in het algemeen en van eigendom in het bijzonder, W.P.N.R., 4701.
- ZIEMANN, H., Selbstverbrauchsteuer beim Leasing, B.B., 1970, 1476 - 1478.
- , Controverse sur le régime fiscal du 'leasing', Droit et Affaires, n° 186, A.620, A.615.
- , De ontwikkeling van de zelfbediening in België, Gespecialiseerde informatie van het Belgisch Centrum voor de Distributie, nr. 2 - 66.

- , Die Immobilien-Anlagefonds in Bewährungsprobe,
Schweizerische Handelszeitung, 23 sept. 1967.
- , Les grands magasins et la loi de cadenas, C.H., n° 11,
7 - 26.

Naast deze werken en bijdragen in tijdschriften konden we voor ons onderzoek nog talrijke contracten, statuten, emissie-prospectussen, jaarverslagen en andere documenten van beleggings-fondsen en beleggingsvennootschappen inzien. Waar nodig worden in voetnoten de precieze verwijzingen aangegeven.

INHOUDSOPGAVE VOLUME 2

	pag.	nr.
HOOFDSTUK IV. VASTGOEDFONDSEN IN FRANKRIJK.	1	
§ 1. De burgerlijke vennootschapsvorm.	1	123
§ 2. Twee types van vastgoedbelegging in de vorm van de burgerlijke vennootschap.	6	
a. SELECTIMO : projectsgewijze herfinanciering van vastgoedleasing.	6	124
b. LA GARANTIE FONCIERE.	15	125
§ 3. Naar een reglementering.	20	126
§ 4. De wet van 31 december 1970.	29	
a. Kapitaal en aandelen.	31	130
b. Het beheer en het toezicht.	54	134
c. De algemene vergadering van vennoten.	67	137
d. Informatie van de vennoten en taak van de 'Commission des Opérations de Bourse'.	69	138
e. Strafbepalingen.	77	140
f. Bemerkingen.	81	141
HOOFDSTUK V. VASTGOEDCERTIFICATEN IN BELGIE	87	143
§ 1. Vastgoed-leasing certificaten.	88	
A. De vastgoedleasing.	88	
a. De leasing-nemer.	88	
1. Vastgoedleasing in de bedrijfs-financiering.	88	144
2. De distributie-onderneming, leasing-nemer.	95	146
b. De leasing-gever.	104	147
c. Opgenomen leases, geherfinancierd d.m.v. vastgoedcertificaten.	112	150

d. De leasing-overeenkomst.	115	151
1. De inleidende periode.	117	152
2. De 'vaste huurperiode'.	120	153
3. De aankoopoptie.	123	154
B. De juridische organisatie van de herfinanciering der leasingoperaties bij de 'vastgoedcertificaten' en de 'immorente-certificaten'.	125	155
a. Organisatie.	126	156
b. De vereniging in deelneming.	132	161
c. De rechten van de certificaathouders.	141	165
C. De juridische organisatie van de herfinanciering van vastgoedleasing bij de 'onroerende certificaten' en de 'onroerende leasingcertificaten'.	157	
a. Organisatie van de herfinanciering.	157	169
1. De 'onroerende certificaten'.	158	170
2. De 'onroerende leasingcertificaten'.	164	171
b. De rechten van de certificaathouders.	169	172
D. Verdere verklaring van de rechten van de certificaathouders.- Vergelijking.- Waarborgen.	176	173
E. Herfinanciering van vastgoedleasing d.m.v. andere technieken.	190	
a. De obligaties van de NV FINIMO.	190	178
b. De Immobiliën Investeringsseenheden.	196	
1. Beschrijving.	196	185
2. Problemen i.v.m. de Naaloze Vennootschapsconstructie.	200	187

§ 2. LA COPROPRIETE FONCIERE (Het Collectief Onroerend Fonds) - COF.	211	193
a. Voorstelling van het fonds.	213	194
b. De juridische organisatie.	223	196
1. Doel.	226	197
2. Het beheer.	228	198
3. De rekeningen.	231	199
4. Toezicht op het beheer, controle van de rekeningen en tussenkomst van deskundigen.	233	201
5. Participanten, aandelen en de algemene vergadering van participanten.	238	205
6. De burgerlijke vennootschap : zonder rechtspersoonlijkheid (?).	246	209
c. De burgerlijke vennootschap : een aanwendbare techniek voor gemeenschappelijke vastgoedbelegging?	253	212
§ 3. Naar een Belgische reglementering voor vastgoedfondsen en onroerend goed certificering?	260	
A. Bestaande wetgeving.	260	215
B. Een verdere reglementering.	273	219
1. Soliditeitscontrole en toezicht op het beheer van de opgenomen fondsen : langs de bestaande wetgeving?	277	222
2. Soliditeitsreglementering en voorstel tot juridische formulering van fiduciair vastgoedbeleggingsbeheer in een nieuwe wet.	288	229
a. Ondernemingen die onder de wet ressorteren.	300	230
b. Bijzondere bepalingen ten aanzien van projectbeleggingen.	309	234
c. Bijzondere bepalingen ten aanzien van gemeenschappelijke beleggingsfondsen in onroerend goed.	313	238
d. Gemeenschappelijke bepalingen.	317	242
e. Bemerkingen.	333	253

KORTE SLOTBEMERKING.	336	254
LIJST VAN GERAADPLEEGDE LITERATUUR.	343	
I. BOEKEN	343	
II. BIJDRAGEN IN TIJDSCHRIFTEN	347	
INHOUDSOPGAVE VAN VOLUME 2.	356	